

纺织服装2026年度投资策略

价值为锚，破“卷”立新

行业研究 · 行业专题

纺织服饰

投资评级：优于大市（维持评级）

证券分析师：丁诗洁

0755-81981391

dingshijie@guosen.com.cn

S0980520040004

证券分析师：刘佳琪

010-88005446

liujiaqi@guosen.com.cn

S0980523070003

- 【 01 】 2025年回顾：品牌业绩承压、制造高开低走，纺服指数跑输大盘
- 【 02 】 2026主线一：运动户外景气占优，聚焦细分定位与科技革新
- 【 03 】 2026主线二：好产品驱动新需求，挖掘万亿红海市场中的破局者
- 【 04 】 2026主线三：贸易风波趋稳，优选份额与效率向上的制造龙头
- 【 05 】 投资建议：关注三大主线，运动户外、优质制造、品牌革新
- 【 06 】 风险提示

2025年回顾：品牌业绩承压、制造高开低走，纺服指数跑输大盘。 1) **行业数据：**服饰品牌社零增速平缓，纺织制造关税冲击下出口转弱。今年服装社零增速在Q2、Q3低基数下并未明显加速，但9-10月基数升高的情况下，增长反而提速。东南亚鞋服类出口增速相对好于中国，关税影响下，整体增速由年初至今呈现放缓趋势。2) **板块业绩总结：**前三季度纺织制造业务高开低走，服装家纺营收降幅收窄。细分板块中，运动服饰细分赛道品牌流水增速较好，休闲家纺线上渠道普遍好于线下，代工制造收入增长放缓，纺织材料外销增长好于内销。3) **行情复盘：**A股年内纺服指数跑输大盘，品牌预期持续下调，制造估值缓慢波动上升；港股年内纺服指数同样跑输大盘，重点公司基本面小幅下滑、估值跟随大盘波动；展望2026年，纺织制造企稳预期先于品牌服饰。

2026年品牌服饰机会：社零增速与品牌收入整体增速趋缓，行业存在结构性机会。（1）运动细分定位与户外品类持续占优；（2）大单品驱动的家纺线上增速出色；（3）社媒营销与新品迭代齐发力的新锐品牌。展望2026，整体消费环境仍偏谨慎的前提下，具有中高端定价能力、细分场景挖掘能力和差异化产品创新能力的品牌有望脱颖而出。

2026年纺织制造机会：关税扰动呈现企稳信号，优先布局下游客户景气向好与自身盈利反弹个股。（1）宏观：鞋服类产品出口受关税扰动，经历低谷后呈企稳回暖趋势，部分原材料如羊毛价格出现短期快速反弹。（2）微观：纺织代工季度业绩与台企月度营收反映订单压力，但随关税成本逐渐由品牌向下提价传导，企业预期四季度至明年初订单已逐渐回稳。我们看好具备突出的新品开发与管理提效竞争优势的制造企业基本面与估值戴维斯双击的机会。

投资建议：关注三大投资主线，运动户外、优质制造、品牌革新。看好户外运动赛道长期成长优势，以产品创新跳出“内卷”、驱动结构性提价的品牌与产业链公司；看好在万亿级服饰家纺市场中挖掘用户痛点，以营销赋能“好产品”、迸发爆款效应的品牌公司。

具体标的包括：运动板块的安踏体育、李宁、特步国际、滔搏；纺织制造板块的申洲国际、华利集团、开润股份、新澳股份、伟星股份；服装家纺板块的稳健医疗、波司登、海澜之家。

风险提示：宏观经济与消费需求疲软；国际政治经济风险；汇率与原材料价格大幅波动；品牌竞争格局恶化。

表：重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (人民币元)	总市值 (亿人民币元)	2024A	EPS 2025E	2026E	2024	PE 2025	2026
02020	安踏体育	优于大市	76.5	2101	5.56	4.72	5.42	13.8	16.2	14.1
02331	李宁	优于大市	16.4	414	1.17	0.97	1.09	14.0	16.8	15.0
01368	特步国际	优于大市	5.5	152	0.44	0.50	0.53	12.5	11.0	10.4
06110	滔搏	优于大市	3.1	190	0.21	0.21	0.23	15.1	15.1	13.8
02313	申洲国际	优于大市	66.7	981	4.15	4.37	4.96	16.1	15.3	13.4
300979	华利集团	优于大市	59.8	60	3.29	2.85	3.48	18.2	21.0	17.2
300577	开润股份	优于大市	25.9	62	1.59	1.52	1.78	16.3	17.1	14.5
603889	新澳股份	优于大市	8.3	60	0.59	0.63	0.71	14.1	13.2	11.7
002003	伟星股份	优于大市	11.5	136	0.60	0.59	0.65	19.2	19.4	17.7
300888	稳健医疗	优于大市	42.1	245	1.19	1.71	1.99	35.2	24.6	21.2
600398	海澜之家	优于大市	6.4	306	0.45	0.45	0.48	14.2	14.0	13.3
03998	波司登	优于大市	4.8	547	0.32	0.36	0.40	15.2	13.4	12.0

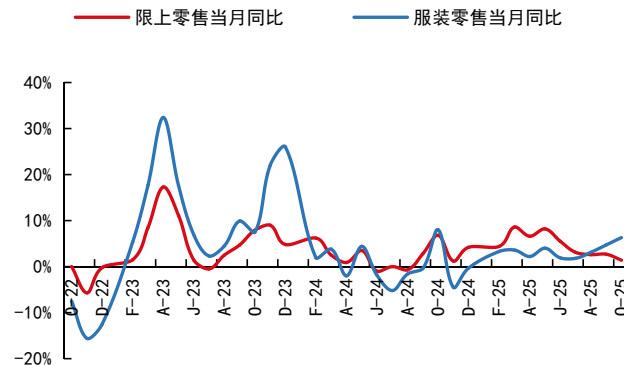
资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

【 01 】 2025年回顾：品牌业绩承压、制造高开低走，纺服指数跑输大盘

服饰品牌行业数据：社零增速平缓，线上好于线下

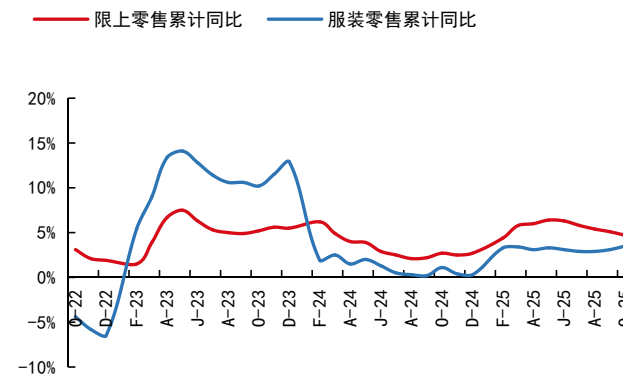
- 社零增速在Q2、Q3低基数下并未明显加速，但9-10月基数升高的情况下，增长反而提速。1-10月服装社零累计同比增长3.5%，单10月同比增长6.3%。今年服装社零增长总体趋势平稳，但从基数角度看，2024年的第二、第三季度基数逐渐走低，而今年第二、第三季度并未呈现明显的低基数下的增长加速效应。9月随着经济的稳定复苏，国内零售环境改善，服装社零同比增长4.7%，增速环比提升。10月在此基础上，叠加换季需求浮现，增速环比保持稳定，较9月增长1.6个百分点至6.3%。1-10月累计同比增长3.5%，较8月底2.9%的累计同比增速有所提升。
- 线上表现持续两年好于线下。今年1-10月穿类实物商品网上零售额累计同比增长6.3%，相比服装社零同期3.5%的表现印证了今年服装消费线上好于线下的趋势在延续。2023年在疫情管控放开第一年背景下，线上增速落后，2024年线上实现反超，2025年这一趋势继续延续。
- 9月天猫京东平台销售额，女装、男装、童装、运动服和运动鞋分别同比+13.6%、+45.6%、-0.3%、+22.1%、+15.4%。出现上升主要由于换季需求浮现所致。

图：限上整体与服装零售额当月同比



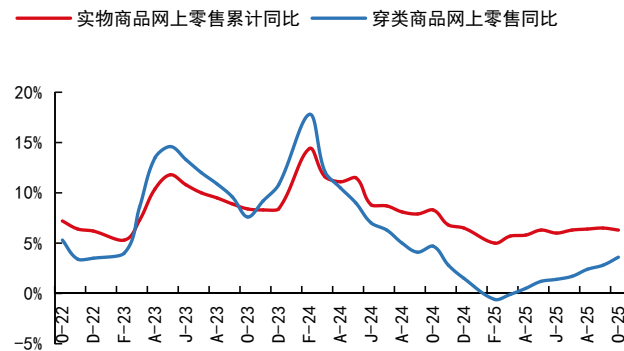
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：限上整体与服装零售额累计同比



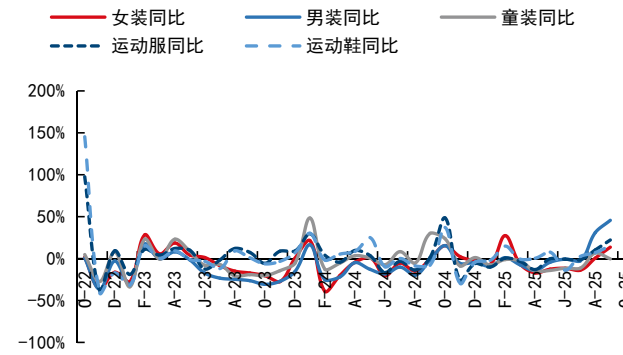
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：限上实物商品与穿类商品累计同比



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：天猫京东线上当月销售额同比



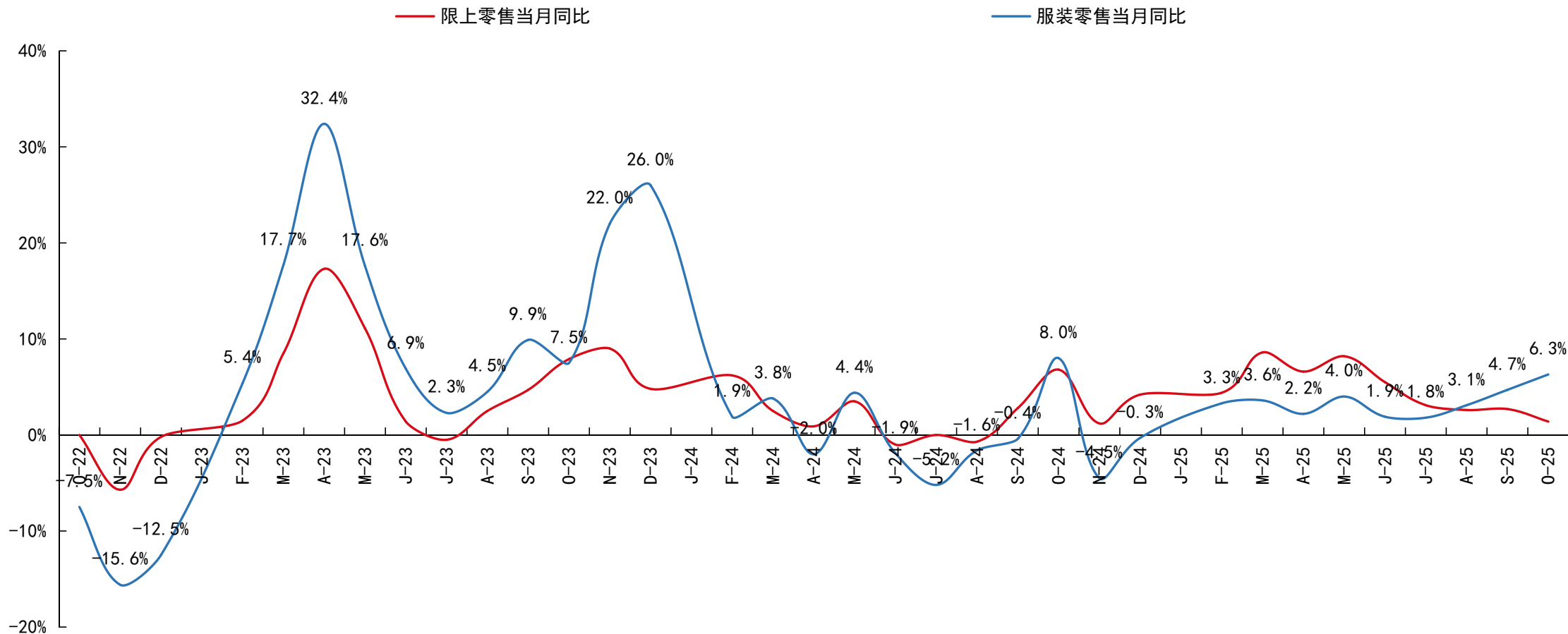
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2025年回顾：品牌业绩承压、制造高开低走，纺服指数跑输大盘



服饰品牌行业数据：社零增速平缓，线上好于线下

图：限上整体与服装零售额当月同比

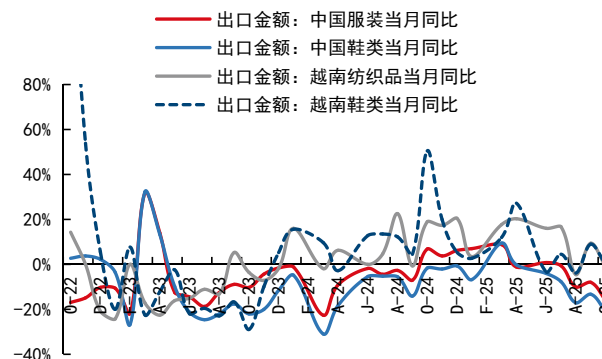


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

纺织制造行业数据：前高后低，关税冲击下出口转弱

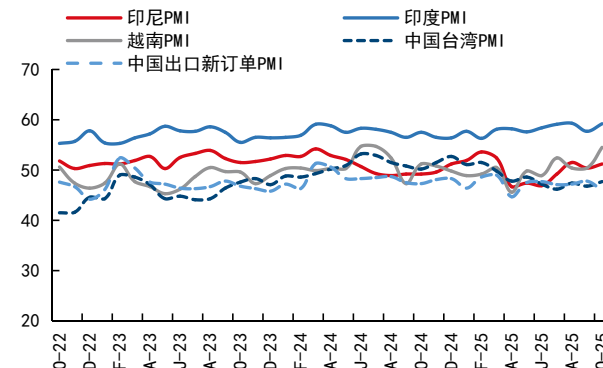
- 出口：**东南亚鞋服类出口增速相对好于中国，关税影响下，整体增速由年初至今呈现放缓趋势。相比前两年库存周期影响，2023年行业下游去库对制造商砍单、2024年恢复订单增长，2025年出口增速主要受关税政策波动影响。3-4月在对等关税出头的的影响下，短期抢出口导致的数据小高峰，随后逐渐疲软，而随8月关税政策趋稳，9月有所反弹，10月小幅回落，呈现见底企稳的迹象。1) **越南：**10月越南纺织品和鞋类分别同比-1.0%和+0.03%，在去年同期增速大幅提升所造成的高基数影响下保持稳定；1-10月纺织品和鞋类分别累计增长7.6%和6.6%。2) **中国：**10月纺织品出口同比下降9.1%，主要受去年同期增速大幅提升所造成的高基数影响；服装和鞋类出口分别同比-16.0%和-21.0%；1-10月中国纺织品/服装/鞋类累计出口分别同比+0.9%/-3.8%/-10.0%。
- PMI：**10月印度、印尼、越南、中国台湾PMI环比提升，中国PMI环比下降。从PMI看，印尼、印度、越南、中国台湾、中国出口新订单10月PMI 51.2/59.2/54.5/47.7/45.9，环比9月，印度、印尼、越南、中国台湾PMI上升，中国出口新订单PMI小幅下降。
- 景气度：**柯桥纺织景气指数同比回落，环比提升。从柯桥纺织景气指数看中国纺织市场同比回落，10月总景气指数1274.95，较9月环比提升2.4%。
- 美元兑人民币汇率保持平稳。**10月初至今，美元兑人民币基本在7.08~7.11的水平，波动较小相对平稳。

图：中国与越南纺织服装出口金额当月同比



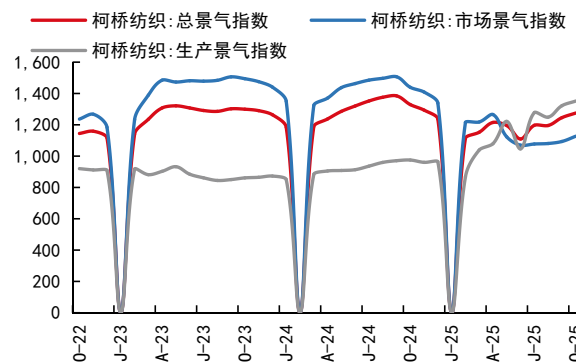
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：亚洲纺服主要出口地PMI与中国出口新订单PMI



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：柯桥纺织景气指数



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：美元兑人民币汇率走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

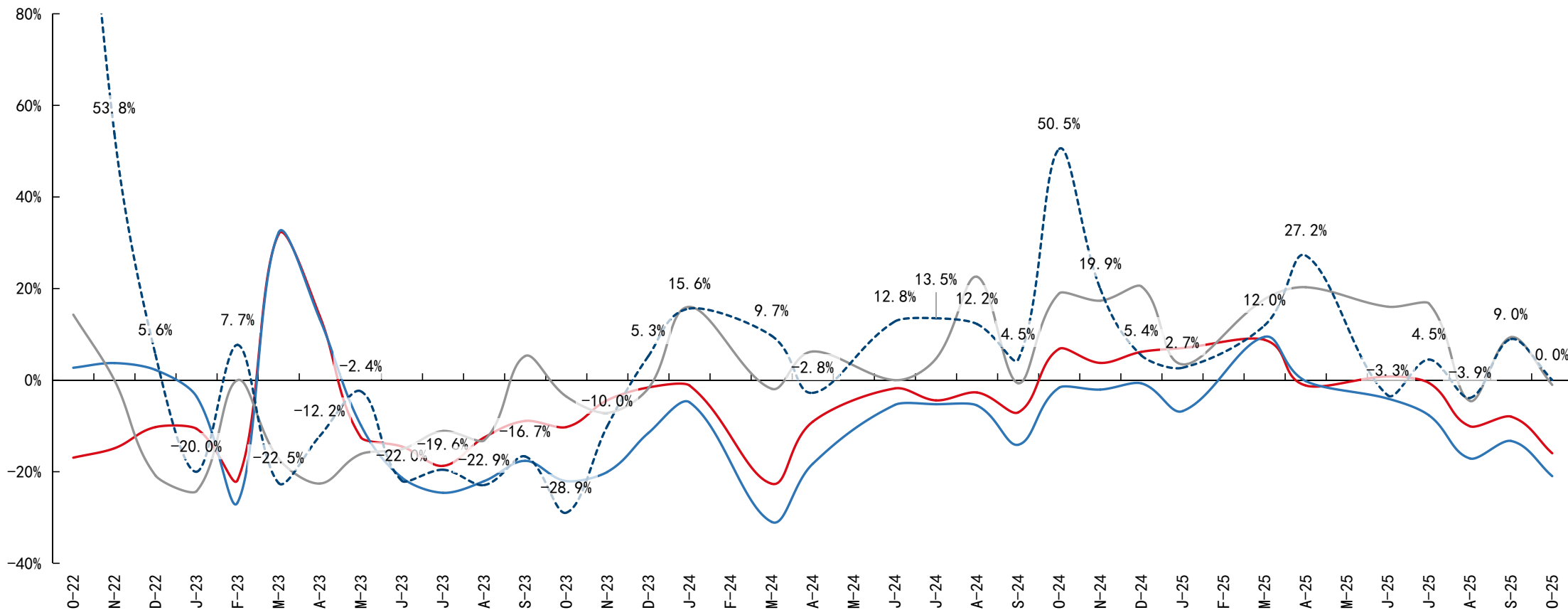
2025年回顾：品牌业绩承压、制造高开低走，纺服指数跑输大盘



纺织制造行业数据：前高后低，关税冲击下出口转弱

图：中国与越南纺织服装出口金额当月同比

— 出口金额：中国服装当月同比 — 出口金额：中国鞋类当月同比 — 出口金额：越南纺织品当月同比 - - - 出口金额：越南鞋类当月同比

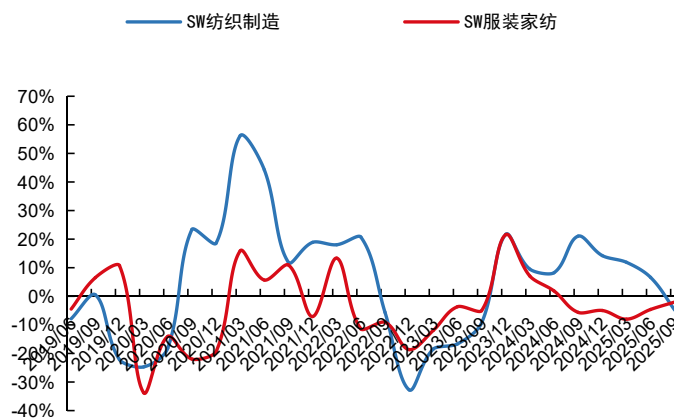


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2025年前三季度总结：纺织制造业务高开低走，服装家纺营收降幅收窄

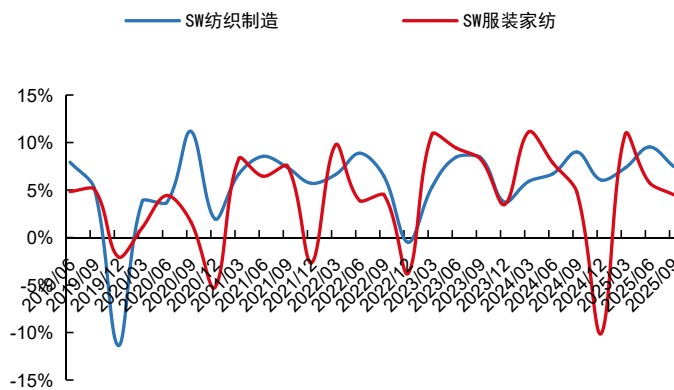
- 收入端：增速放缓或下滑**
 - 纺织制造板块Q1/Q2/Q3收入分别同比+11.9%/+6.6%/-4.8%，年初受益于去年去库尾声的补货需求营收增长，但随着美国对等关税政策导致下游客户下单谨慎，订单减少，增速逐季下探；
 - 服装家纺板块收入Q1/Q2/Q3收入分别同比-8.0%/-4.6%/-2.0%，年初受制于国内终端消费需求偏弱，导致品牌企业收入同比下降，但随着市场需求的缓慢恢复，降幅逐季收窄。
- 利润率端：利润率小幅下降**
 - 纺织制造板块Q1/Q2/Q3毛利率分别同比+1.7%/-1.6%/-1.5%至19.2%/19.4%/17.8%，主要受下游品牌客户下单谨慎，订单需求疲软，压价意愿强影响。净利率分别同比+1.4%/+2.8%/-1.5%至7.3%/9.5%/7.5%，主因各公司积极进行费用管理，第一、三季度由于印尼盾等货币对人民币和美元均出现超出预期的贬值导致汇兑损失抵消了费用率改善的影响，而二季度汇率相对稳定，费用率的改善使得净利率提升。
 - 服装家纺板块Q1/Q2/Q3毛利率分别同比+0.1%/+0.1%/+1.7%至46.7%/45.4%/43.9%，毛利率逐季改善，体现了终端销售压力逐渐缓解。净利率分别同比-0.2%/-2.1%/-0.2%至10.9%/5.8%/4.9%，体现了负向经营杠杆的结果。
- 库存端：三季度末，纺织制造板块库销比小幅下降至3.9月，而服装家纺板块库销比波动上升至7.5月，同比小幅下降。**

图：板块季度营业收入增速



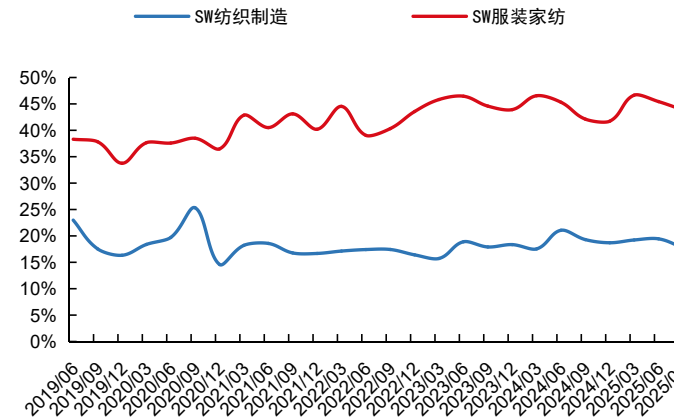
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：板块季度净利率



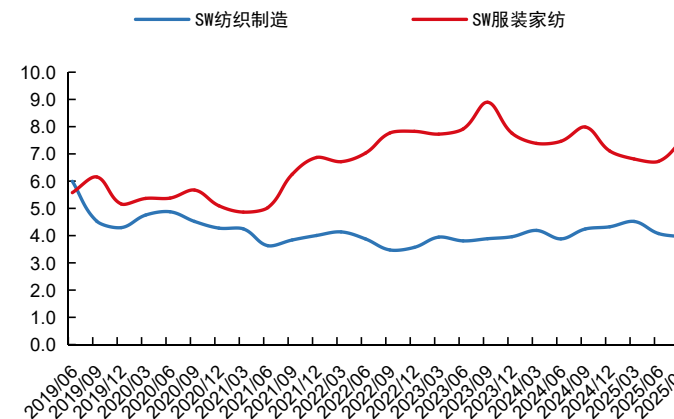
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：板块季度毛利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：板块季度库销比



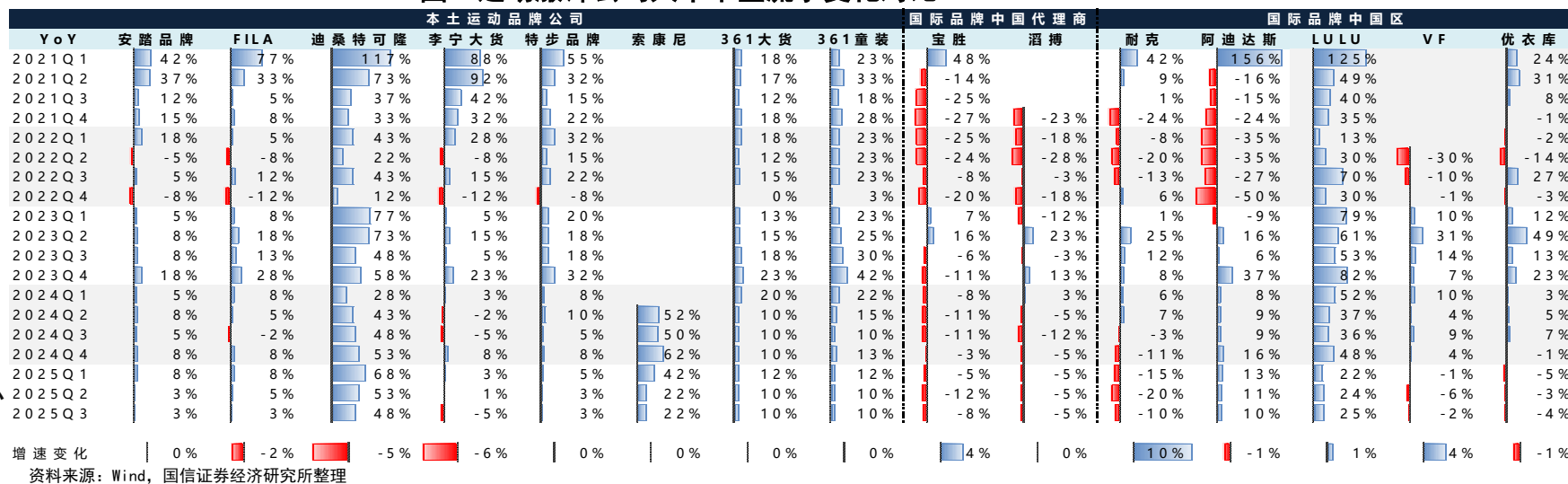
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2025年回顾：品牌业绩承压、制造高开低走，纺服指数跑输大盘



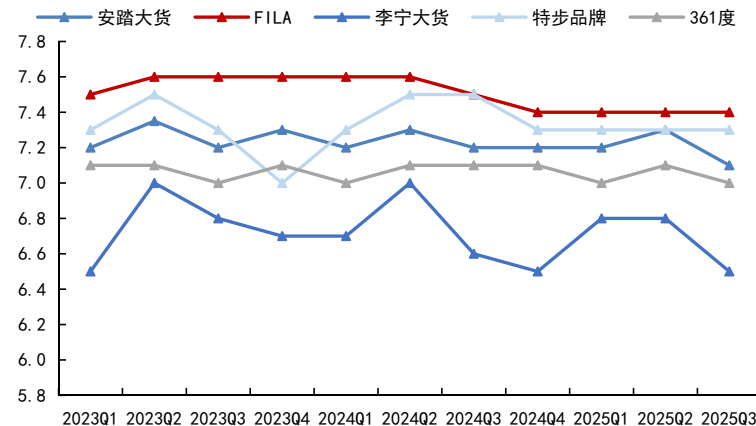
运动服饰：本土和小众细分赛道品牌流水增速较好，国际品牌表现分化

图：运动服饰公司大中华区流水变化对比



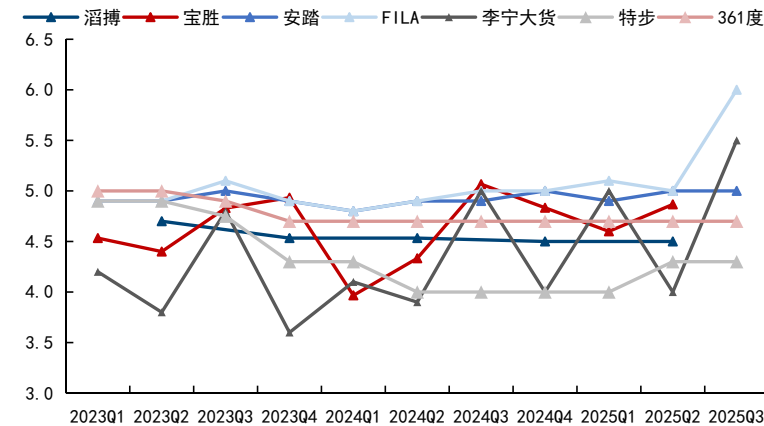
- 流水对比方面，本土品牌收入在今年前三季度呈现较好的增长，国际品牌中国区收入表现较为分化，国际品牌中国代理商收入表现不佳；
 - 本土综合体育品牌普遍保持在个位数的增长，国际品牌除耐克外，其他品牌收入好于经销商收入增速，耐克同比跌幅在收窄；
 - 小众高端细分品牌如迪桑特、可隆、Lululemon呈现20~70%的快速增长；
 - 进入Q4在节假日和政策提振下品牌普遍实现显著的流水增长改善。

图：运动服饰公司折扣变化



- 折扣方面，多数品牌在Q3环比扩大，同比持平或扩大；在线上销售比例增长的行业大趋势下，预计Q4行业折扣环比维持或加深。
- 库存方面，品牌整体呈现库销比的小幅回升，但仍在健康区间内；Q4旺季销售带动去库，预计到年底库存将环比改善。

图：运动服饰公司库销比变化



休闲家纺：收入增速分化，线上渠道普遍好于线下

前三季度收入增速呈现分化，稳健医疗凭借医疗业务及消费品业务共同发力，收入增速达30.1%；比音勒芬（6.7%）、罗莱生活（5.8%）、水星家纺（10.9%）、森马服饰（4.7%）等表现较好；表现承压的包括富安娜（-13.8%）、太平鸟（-7.1%）、地素时尚（-4.2%）、歌力思（-6.2%）等，主要受消费环境疲软及品牌调整影响。

分渠道看，上半年线下零售普遍承压，来自关店以及客流下滑带来的单店收益下滑共同影响，直营店贡献门店增量；休闲服饰品牌线上渠道表现普遍好于线下，呈现正向增长，其中比音勒芬、全棉时代延续去年增长态势，上半年电商收入增速达72%/24%；报喜鸟增速达18%，电商+新零售+直播多平台矩阵的建立成效显著；富安娜同比下滑5%，但表现仍优于线下。

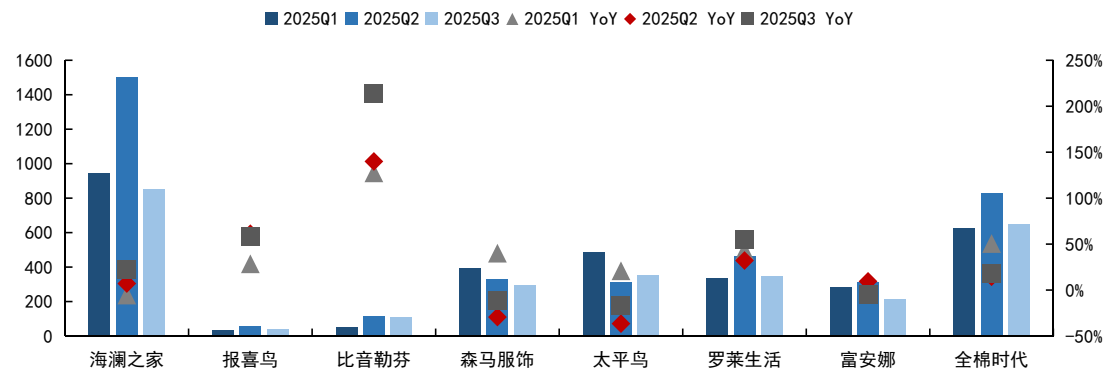
第三季度看，根据第三方电商数据库资料显示，比音勒芬、报喜鸟、全棉时代、罗莱生活、海澜之家延续上半年涨势，第三季度同比增速达214.3%/58.5%/18.5%/55.2%/22.7%，富安娜延续上半年下滑趋势，继续同比下滑5%，森马和太平鸟线上下滑趋势增加，同比下滑11.8%/16.3%。

图：休闲服饰家纺公司线上线下收入变化

公司	类型	2023 1H	2023 2H	2024 1H	2024 2H	2025 1H	2025 2H	2025 1H同比	2025 2H同比
海澜之家	直营	1,960	1,773	1,919	1,683	2,225	2,225	+5.1%	+15.9%
	加盟	6,244	5,238	5,692	4,225	5,361	5,361	+9.2%	+5.8%
	线上	1,505	1,753	2,212	2,207	2,308	2,308	+25.9%	+4.4%
报喜鸟	直营	1,043	1,046	1,009	989	1,032	1,032	+5.4%	+2.3%
	加盟	332	475	357	444	314	314	+6.5%	+2.1%
	线上	390	414	381	436	448	448	+5.4%	+17.6%
比音勒芬	直营	1,247	1,148	1,277	1,290	1,412	1,412	+12.4%	+10.6%
	加盟	330	587	517	622	463	463	+5.9%	+0.3%
	线上	93	102	125	139	214	214	+35.4%	+71.8%
森马服饰	直营	670	704	703	844	948	948	+19.9%	+34.8%
	加盟	2,147	3,632	2,401	3,674	2,334	2,334	+1.2%	+2.8%
	线上	2,607	3,621	2,695	3,978	2,692	2,692	+9.9%	+0.1%
太平鸟	直营	1,739	1,533	1,406	1,402	1,404	1,404	+8.5%	+0.1%
	加盟	871	1,489	826	1,236	713	713	+7.0%	+3.6%
	线上	968	1,125	890	943	748	748	+6.2%	+5.9%
罗莱生活	直营	186	221	181	220	190	190	+0.3%	+5.1%
	加盟	865	923	662	786	605	605	+4.9%	+8.7%
	线上	671	938	623	759	738	738	+9.1%	+18.3%
富安娜	直营	312	411	310	426	281	281	+3.8%	+9.1%
	加盟	323	502	329	507	186	186	+1.0%	+43.3%
	线上	531	679	528	593	501	501	+2.7%	+5.0%
全棉时代	线下门店	647	717	705	787	724	724	+9.7%	+2.8%
	KA	142	100	147	173	240	240	+73.0%	+63.2%
	线上	1,243	1,340	1,381	1,689	1,708	1,708	+26.0%	+23.6%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：休闲服饰家纺公司电商三平台收入变化



资料来源：第三方电商数据库，国信证券经济研究所整理

代工制造：收入增长放缓，利润表现各异

1、收入：2025年上半年纺织制造行业稳健增长，但二季度受关税政策影响，收入增长略有放缓。三季度行业受市场需求影响，收入有下降趋势。主要代工企业方面，华利集团上半年得益于新客户订单的快速增长，营业收入同比增长10.36%，但三季度受硫化鞋产品拖累，收入下滑0.3%；开润股份上半年受益于主业稳健增长叠加嘉乐并表贡献，收入同比+32.5%，其中箱包代工收入同比+13.0%，服装代工受益于嘉乐并表贡献，收入同比+148%，三季度品牌业务受小米京东谈判影响下滑的情况下收入仍增长8.2%；盛泰集团、浙江自然表现不佳，三季度收入分别同比下滑9.4%/30.4%。

纺织材料企业境内外收入占比均以境外占比为主。2025年上半年外销增速普遍好于内销，主要由于国内需求增长乏力，国际消费相对增长韧性更强、为规避潜在的美国关税政策影响，部分企业存在“抢出口”现象所致。

2、净利润：行业因产能、非经常损益等差异，企业间净利润分化明显。申洲国际上半年净利润同比增长8.4%至31.8亿元，利润增速低于收入因毛利率下降及税费增加；华利集团前三季度净利润分别同比-3.2%/-16.7%/-20.7%，主要因毛利率受新工厂投产及老工厂产能调配影响；开润股份上半年净利润同比-24.8%，主要系公司去年同期收购嘉乐产生了一次性投资收益0.96亿元，剔除此影响经营性净利润同比增长约23%，三季度公司各个板块扎实推进能力建设，净利润同比大幅增长25.6%。

图：代工制造公司境内境外收入变化

公司	类型	2022 1H	2022 2H	2023 1H	2023 2H	2024 1H	2024 2H	2025 1H
申洲国际	境内占比	23.7%	27.2%	26.8%	30.0%	28.7%	27.6%	24.4%
	境外占比	76.3%	72.8%	73.2%	70.0%	71.3%	72.4%	75.6%
	境内同比	-2.5%	-9.7%	-3.6%	4.3%	20.0%	7.9%	-2.1%
华利集团	境内占比	28.6%	25.9%	-18.4%	-9.2%	9.4%	20.9%	22.4%
	境外占比	85.6%	83.2%	82.6%	89.0%	86.7%	83.7%	78.2%
	境内同比	14.4%	16.8%	17.4%	11.0%	13.3%	16.3%	21.8%
裕元制造业	境内占比	19.0%	9.5%	-10.3%	9.3%	30.8%	8.2%	-0.4%
	境外占比	33.0%	52.9%	12.9%	-32.7%	-5.2%	69.2%	81.9%
	境内同比	14.6%	16.2%	17.4%	17.0%	18.8%	18.5%	13.4%
盛泰集团	境内占比	85.4%	83.8%	82.6%	83.0%	81.2%	81.5%	86.6%
	境外占比	6.8%	73.2%	4.7%	-20.5%	5.6%	16.1%	24.0%
	境内同比	23.7%	68.2%	-15.2%	-24.9%	-3.9%	10.5%	20.4%
开润股份	境内占比	39.8%	34.4%	44.1%	32.6%	39.5%	21.6%	34.2%
	境外占比	60.2%	65.6%	55.9%	67.4%	60.5%	78.4%	65.8%
	境内同比			-0.5%	-36.1%	-33.1%	-16.6%	-18.7%
开润股份	境内占比	20.5%	24.0%	25.3%	30.2%	23.2%	25.3%	21.1%
	境外占比	79.5%	76.0%	74.7%	69.8%	76.8%	74.7%	78.9%
	境内同比	-22.9%	-13.4%	45.9%	39.9%	8.0%	30.3%	20.4%
开润股份	境内占比	64.0%	25.2%	10.9%	2.1%	20.9%	66.6%	36.2%
	境外占比							
	境内同比							

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：代工制造公司2025前三季度收入/净利润变化

细分板块	证券代码	证券简称	25Q1收入 YoY	25Q2收入 YoY	25Q3收入 YoY	25Q1净利润 YoY	25Q2净利润 YoY	25Q3净利润 YoY
代工制造	300979.SZ	华利集团	12.3%	9.0%	-0.3%	-3.2%	-16.7%	-20.7%
	605138.SH	盛泰集团	10.0%	-1.9%	9.4%	0.1%	-42.7%	-45.6%
	300577.SZ	开润股份	35.6%	29.5%	8.2%	20.1%	-42.8%	25.6%
	603558.SH	健盛集团	2.1%	-1.5%	5.2%	-26.9%	-2.2%	71.2%
	605080.SH	浙江自然	30.4%	0.7%	-30.4%	148.3%	-20.1%	-40.6%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

纺织材料：外销增长好于内销，关税稳定后营收有所恢复

1、收入：上半年纺织材料公司受美国关税政策不确定性影响，下游客户下单谨慎，订单数量有所下滑。同时叠加去年同期高基数影响，多数企业收入下滑。下半年随着关税政策的稳定，纺织材料公司营收有所恢复。其中百隆东方上半年主营纱线业务营收-7.30%，纱线销量同比下降6.73%，单价基本维稳，进入三季度公司开始促销去库，三季度销量同比增长14.2%，营收同比增长2.3%。台华新材上半年由于锦纶行业整体供需失衡，受终端需求疲软影响较大，营业收入同比下降8.58%，三季度受去年同期高基数影响，收入同比-10.7%；华孚时尚受棉业收入大幅下滑拖累，上半年营业收入同比下降8.7%，三季度营收回升，同比上升4.1%。

纺织材料企业境内外收入占比有差异，伟星、台华、新澳、天虹以内销为主，鲁泰、百隆以外销为主。2025年上半年外销增速普遍好于内销，主要由于国内需求增长乏力，国际消费相对增长韧性更强、国际品牌去库完成开始补库、以及部分企业本身境外占比较低仍处于客户开拓阶段。

2、净利润：上半年百隆东方表现亮眼，净利润增长67.5%，主因毛利率大幅提升（+5.2%至15.2%）及财务费用率下降，三季度促销叠加汇兑收益使财务费用大幅下降，一定程度冲抵毛利率下滑不利影响，但净利润依然双位数下滑。鲁泰A上半年（+112.4%）快于收入增速主要系出售交易性金融资产获得投资收益及所持有交易性金融资产产生公允价值变动等收益所致，三季度净利润增速回落至20.4%。

图：纺织材料公司境内境外收入变化

公司	类型	2022 1H	2022 2H	2023 1H	2023 2H	2024 1H	2024 2H	2025 1H
伟星股份	境内占比	71.3%	67.3%	67.3%	70.5%	66.9%	65.5%	63.0%
	境外占比	28.7%	32.7%	32.7%	29.5%	33.1%	34.5%	37.0%
	境内同比	18.6%	-10.2%	-5.6%	21.0%	24.8%	6.3%	-4.1%
台华新材	境内占比	36.8%	12.2%	13.8%	4.1%	27.2%	34.0%	13.7%
	境外占比	81.4%	83.4%	87.6%	84.7%	88.8%	85.4%	85.4%
	国内同比	18.6%	14.4%	12.4%	12.7%	11.2%	14.6%	14.6%
新澳股份	境内占比	61.7%	70.6%	65.8%	74.4%	65.4%	78.3%	64.6%
	境外占比	38.3%	29.4%	34.2%	25.6%	34.6%	21.7%	35.4%
	境内同比	6.0%	-13.0%	-9.1%	10.2%	1.5%	-5.7%	-6.7%
鲁泰A	境内占比	34.4%	32.5%	36.6%	41.4%	37.3%	37.4%	34.9%
	境外占比	65.6%	67.5%	63.4%	58.6%	62.7%	62.6%	65.1%
	境内同比	91.7%	45.8%	-17.6%	-24.9%	-1.4%	11.6%	3.8%
百隆东方	境内占比	26.5%	30.5%	25.9%	29.6%	24.9%	27.2%	24.2%
	境外占比	73.5%	69.5%	74.1%	70.4%	75.1%	72.8%	75.8%
	境内同比	-23.6%	-40.9%	-19.2%	21.0%	27.8%	-11.3%	-12.7%
天虹国际	境内占比	5.8%	-12.0%	-16.5%	25.8%	34.4%	0.1%	-9.1%
	境外占比	86.9%	88.1%	87.7%	86.7%	83.4%	81.3%	79.5%
	境内同比	13.1%	11.9%	12.3%	13.3%	16.6%	18.7%	20.5%
天虹国际	境外占比	0.3%	-24.4%	-16.3%	8.8%	-1.0%	-7.4%	-6.4%
	境内同比	37.0%	-10.0%	-22.1%	24.1%	40.8%	38.9%	20.8%
	境外同比							

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：纺织材料公司2025前三季度收入/净利润变化

细分板块	证券代码	证券简称	25Q1收入 YoY	25Q2收入 YoY	25Q3收入 YoY	25Q1净利润 YoY	25Q2净利润 YoY	25Q3净利润 YoY
纺织材料	002042.SZ	华孚时尚	9.8%	8.0%	4.1%	-3.2%	-8.6%	15.9%
	601339.SH	百隆东方	5.6%	3.7%	2.3%	6.0%	2.0%	1.2%
	603055.SH	台华新材	0.4%	5.4%	10.7%	3.9%	-20.9%	51.9%
	002200.SZ	伟星股份	2.3%	9.2%	0.9%	8.8%	-20.4%	3.0%
	000726.SZ	鲁泰A	5.1%	5.1%	6.2%	7.5%	109.1%	20.4%
	603889.SH	新澳股份	0.3%	-0.4%	1.9%	5.4%	-0.4%	2.8%
	605189.SH	富春染织	24.7%	-1.7%	11.6%	3.6%	-84.1%	-50.9%
	300918.SZ	南山智尚	0.7%	-1.4%	27.9%	0.9%	-6.4%	-0.3%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

重点公司：品牌中运动户外和家纺收入增速领先，纺织制造企业营收、利润分化明显

- 服装家纺公司业绩环比压力逐季增大，运动服饰表现相对较好。

上半年运动服饰好于休闲服饰。上半年服装家纺类公司收入表现较为分化；相对而言运动服饰公司增长持续性较好，安踏、361度均持续呈现双位数的收入和利润增长，特步国际剔除KP剥离影响收入同比增长7.1%，李宁小幅增长3.3%，而非运动服饰公司增速分化明显；

前三季度A股品牌服饰中，收入端仍有正增长的公司有，三夫户外（17.0%）、海澜之家（2.2%）、森马服饰（4.7%）、稳健医疗（30.1%）、比音勒芬（6.7%）、罗莱生活（5.8%）、水星家纺（10.9%），其中稳健医疗医疗业务外延并购与内生优化共同驱动增长，前三季度收入同比+44.4%，消费品业务卫生巾延续亮眼表现，兴趣电商突破性增长，前三季度营业收入同比+19.1%。季度间来看，各品牌收入增速表现波动，三夫户外、海澜之家、罗莱生活、水星家纺环比提速。利润端同样分化明显，三夫户外、稳健医疗、九牧王、歌力思、罗莱生活、水星家纺等品牌前三季度净利润同比上升。

- 纺织制造公司在关税影响下营收表现分化，产能、非经常损益等差异使利润表现分化。

纺织制造公司在2025年业绩受关税影响，尤其是第二季度，大部分公司营收增速放缓、净利润同比下降。且因产能、非经常损益等差异，前三季度不同公司净利润水平差异较大。

前三季度A股纺织制造中，收入端增速为正、从高到低排序，开润股份（22.9%）、富春染织（9.9%）、华利集团（6.7%）、南山智尚（5.4%）、浙江自然（3.5%）、伟星股份（1.5%）、新澳股份（0.6%）。净利润端增速为正、从高到低排序，鲁泰A（74.6%）、百隆东方（33.2%）、健盛集团（17.3%）、浙江自然（12.1%）、华孚时尚（9.5%）、新澳股份（2.0%）。

申洲国际上半年收入和净利润增速也均为正，分别达到15.3%/8.4%的同比增速。

2025年回顾：品牌业绩承压、制造高开低走，纺服指数跑输大盘



国信证券
GUOSEN SECURITIES

重点公司：品牌中运动户外和家纺收入增速领先，纺织制造企业营收、利润分化明显

图：纺服公司2025年前三季度收入与净利润变化概览

行业	细分板块	证券代码	证券简称	Q1~Q3收入（亿元）	Q1~Q3 YoY	Q1~Q3净利润（亿元）	Q1~Q3 YoY
服装家纺	运动服饰	603908.SH	牧高笛	8.2	-24.2%	0.4	-60.4%
		002780.SZ	三夫户外	5.9	17.0%	0.2	147.8%
	非运动服饰	600398.SH	海澜之家	156.0	2.2%	18.6	-2.4%
		002563.SZ	森马服饰	98.4	4.7%	5.4	-28.9%
		300888.SZ	稳健医疗	79.0	30.1%	7.3	32.4%
		603877.SH	太平鸟	42.2	-7.1%	0.3	-73.8%
		002154.SZ	报喜鸟	34.8	-1.6%	2.4	-43.2%
		603518.SH	锦泓集团	28.3	-3.0%	1.1	-29.4%
		002832.SZ	比音勒芬	32.0	6.7%	6.2	-18.7%
		601566.SH	九牧王	21.3	-6.0%	3.1	129.6%
		603808.SH	歌力思	20.2	-6.2%	1.1	427.3%
		603587.SH	地素时尚	15.5	-4.2%	2.4	-15.4%
	家纺	002293.SZ	罗莱生活	33.9	5.8%	3.4	30.0%
603365.SH		水星家纺	29.8	10.9%	2.3	10.7%	
002327.SZ		富安娜	16.3	-13.8%	1.6	-45.5%	
纺织制造	代工制造	300979.SZ	华利集团	186.8	6.7%	24.4	-14.3%
		605138.SH	盛泰集团	24.7	-7.1%	0.4	-2.3%
		300577.SZ	开润股份	37.2	22.9%	2.8	-13.4%
		603558.SH	健盛集团	18.9	-1.9%	3.1	17.3%
		605080.SH	浙江自然	8.2	3.5%	1.8	12.1%
	纺织材料	002042.SZ	华孚时尚	88.7	-4.9%	0.5	9.5%
		601339.SH	百隆东方	57.2	-5.8%	5.5	33.2%
		603055.SH	台华新材	47.0	-9.3%	4.2	-32.3%
		002003.SZ	伟星股份	36.3	1.5%	5.8	-6.5%
		000726.SZ	鲁泰A	43.0	-2.3%	5.0	74.6%
		603889.SH	新澳股份	38.9	0.6%	3.8	2.0%
		605189.SH	富春染织	24.1	9.9%	0.2	-77.5%
		300918.SZ	南山智尚	12.3	5.4%	1.2	-5.8%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2025年回顾：品牌业绩承压、制造高开低走，纺服指数跑输大盘



重点公司：品牌中运动户外和家纺收入增速领先，纺织制造企业营收、利润分化明显

图：纺服公司25Q1-Q3收入与净利润变化概览

行业	细分板块	证券代码	证券简称	25Q1收入 (亿元)	25Q2收入 (亿元)	25Q3收入 (亿元)	25Q1 YoY	25Q2 YoY	25Q3 YoY	25Q1净利 (亿元)	25Q2净利 (亿元)	25Q3净利 (亿元)	25Q1 YoY	25Q2 YoY	25Q3 YoY
服装家纺	运动服饰	603908.SH	牧高笛	3.3	2.7	2.1	-6.1%	-43.4%	-3.2%	0.3	0.2	-0.1	-2.7%	-65.3%	-79.5%
		002780.SZ	三夫户外	1.9	1.8	2.1	14.5%	15.7%	20.7%	0.1	0.0	0.0	2806.3%	-46.4%	1034.0%
	非运动服饰	600398.SH	海澜之家	61.9	53.8	40.3	0.2%	-3.6%	-3.7%	9.4	6.5	2.8	5.5%	-13.9%	3.9%
		002563.SZ	森马服饰	30.8	30.7	37.0	-1.9%	9.0%	7.3%	2.1	1.1	2.1	-38.1%	-46.3%	4.5%
		300888.SZ	稳健医疗	26.1	26.9	26.0	36.5%	26.7%	27.7%	2.5	2.4	2.4	36.3%	20.7%	42.1%
		603877.SH	太平鸟	16.7	12.3	13.2	-7.6%	-8.2%	-5.5%	1.2	-0.5	-0.5	-22.0%	-71.5%	22.0%
		002154.SZ	报喜鸟	13.0	10.9	10.9	-3.7%	-3.5%	3.1%	1.7	0.3	0.4	-31.9%	-71.4%	45.7%
		603518.SH	锦泓集团	11.1	8.8	8.4	-3.6%	-4.6%	-0.6%	0.9	0.2	0.0	-23.3%	-21.8%	-97.2%
		002832.SZ	比音勒芬	12.9	8.2	11.0	1.4%	22.3%	3.2%	3.3	0.8	2.1	-8.5%	-29.3%	-27.4%
		601566.SH	九牧王	9.0	6.0	6.3	-4.8%	-5.4%	-8.3%	1.9	-0.2	1.4	77.2%	70.0%	59.7%
		603808.SH	歌力思	6.9	6.8	6.5	-7.8%	-2.6%	-8.1%	0.4	0.4	0.3	40.2%	50.3%	176.9%
		603587.SH	地素时尚	4.8	5.9	4.8	-0.9%	-0.7%	-1.1%	0.8	0.9	0.7	-25.0%	-22.1%	16.6%
	家纺	002293.SZ	罗莱生活	10.9	10.9	12.0	0.6%	6.8%	9.9%	1.1	0.7	1.5	26.3%	4.9%	50.1%
		603365.SH	水星家纺	9.3	10.0	10.5	1.2%	1.7%	20.2%	0.9	0.5	0.9	-3.8%	-2.6%	43.2%
		002327.SZ	富安娜	5.4	5.6	5.4	7.8%	5.3%	7.6%	0.6	0.5	0.5	-54.1%	-47.7%	28.7%
纺织制造	代工制造	300979.SZ	华利集团	53.5	73.1	60.2	2.3%	9.0%	-0.3%	7.6	9.1	7.6	-3.2%	-16.7%	20.7%
		605138.SH	盛泰集团	9.0	8.8	6.8	0.0%	-1.9%	-9.4%	0.2	0.1	0.1	200.1%	-42.7%	45.6%
		300577.SZ	开润股份	12.3	11.9	12.9	35.6%	29.5%	8.2%	0.9	1.0	0.9	20.1%	-42.8%	25.6%
		603558.SH	健盛集团	5.6	6.1	7.2	2.1%	-1.5%	-5.2%	0.6	0.8	1.7	-26.9%	-2.2%	71.2%
		605080.SH	浙江自然	3.6	3.3	1.3	30.4%	0.7%	-80.4%	1.0	0.5	0.4	148.3%	-20.1%	40.6%
	纺织材料	002042.SZ	华孚时尚	31.5	28.1	29.2	-9.8%	-8.0%	-4.1%	0.1	0.2	0.3	-33.2%	-48.6%	815.9%
		601339.SH	百隆东方	17.3	18.6	21.3	-5.6%	-3.7%	2.3%	1.7	2.2	1.6	16.0%	42.0%	-11.2%
		603055.SH	台华新材	14.8	16.5	15.8	0.4%	5.4%	0.7%	1.6	1.6	0.9	8.9%	-40.9%	-51.9%
		002003.SZ	伟星股份	9.8	13.6	12.9	22.3%	9.2%	0.9%	1.0	2.7	2.1	28.8%	20.4%	3.0%
		000726.SZ	鲁泰A	14.5	13.7	14.7	5.1%	-5.1%	-6.2%	1.5	2.1	1.4	17.5%	109.1%	20.4%
		603889.SH	新澳股份	11.0	14.5	13.4	0.3%	-0.4%	-1.9%	1.0	1.7	1.1	5.4%	-0.4%	2.8%
		605189.SH	富春染织	6.7	8.0	9.4	24.7%	-1.7%	1.6%	0.0	0.1	0.1	-83.6%	-84.1%	-50.9%
		300918.SZ	南山智尚	3.6	3.7	4.9	0.7%	-1.4%	27.9%	0.4	0.4	0.4	0.9%	-16.4%	-0.3%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2025年回顾：品牌业绩承压、制造高开低走，纺服指数跑输大盘

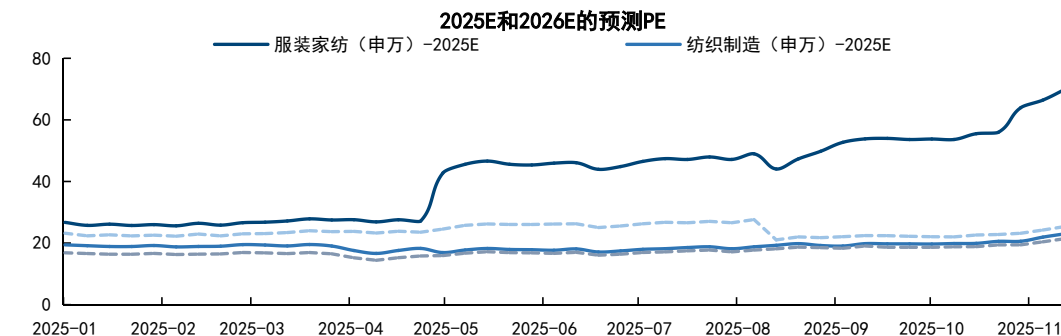
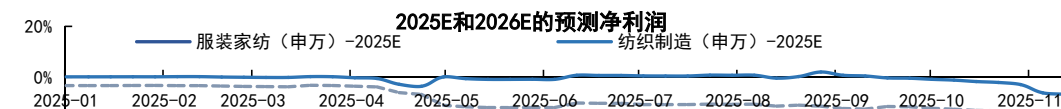
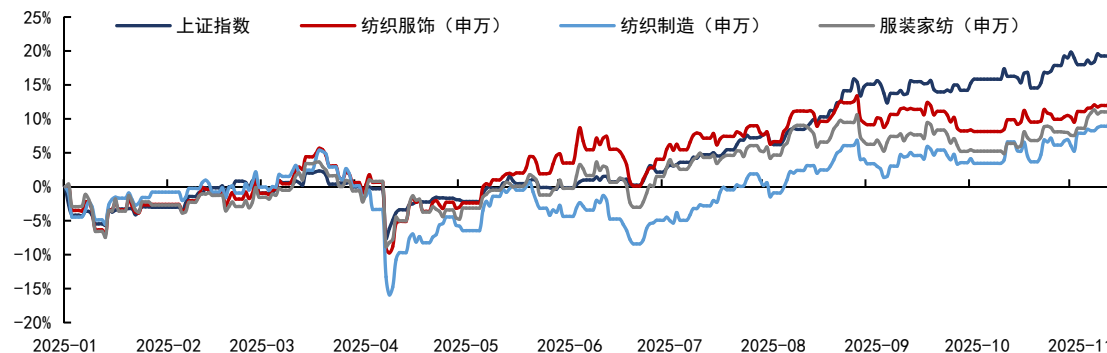


A股行情回顾：年内纺服指数跑输大盘，品牌预期持续下调，制造估值缓慢波动上升

图：2025年A股纺服指数收盘价涨跌幅、PE和EPS走势图

表：2025年A股纺服指数涨跌原因分析

	01/01-03/19	03/20-04/08	04/09-06/12	06/13-11/12
品牌	<p>指数+3.0%</p> <ul style="list-style-type: none"> 一方面由于2025年初消费环境温和复苏，提振了市场信心，另一方面部分品牌企业披露业绩预告后EPS有下修压力。 这一阶段板块整体2025年EPS-2.1%，PE+4.3%，从26x到27x。 	<p>指数-11.4%</p> <ul style="list-style-type: none"> 主要收受到美国关税政策的不确定性冲击，市场情绪较为悲观 这一阶段2025年EPS-0.4%，PE-1.0%，从27x到26x。 	<p>指数+12.8%</p> <ul style="list-style-type: none"> 涨幅优于大盘，一方面由于政府一系列提振消费的专项行动方案改善了市场对品牌服饰的复苏预期，另一方面市场对短期业绩压力仍有担忧。 这一阶段板块整体2025年EPS-38.4%，PE+71.4%。 	<p>指数+10.6%</p> <ul style="list-style-type: none"> 尽管市场下调了对于行业内公司业绩的预测，但在政府强力的消费刺激政策下，市场乐观情绪不断提振。 2025年EPS-27.3%，PE+51.8%。
制造	<p>指数+5.2%</p> <ul style="list-style-type: none"> 一方面消费环境温和复苏使得市场情绪缓慢上升，另一方面部分制造企业披露业绩预告后EPS有上修倾向。 这一阶段2025年EPS+0.1%，PE+0.6%，从19x到19x。 	<p>指数-20.2%</p> <ul style="list-style-type: none"> 本阶段的跌幅显著大于品牌板块，一方面由于美国关税政策的不确定性引发市场担忧，导致纺企估值下行，另一方面，一定程度影响了纺企客户下单谨慎程度，使得二季度制造企业收入增速放缓。 2025年EPS-0.5%，PE-10%，从19x到17x。 	<p>指数+13.0%</p> <ul style="list-style-type: none"> 涨幅优于大盘，主要因中美经贸磋商达成原则框架，美方表示将相应取消对华采取的一系列限制性措施。这一进展大幅修复了纺织制造板块此前过度悲观的预期 这一阶段2025年EPS+1.3%，PE+8.8%，从16x到18x。 	<p>指数+14.7%</p> <ul style="list-style-type: none"> 主要因7-8月关税落地，大部分由品牌承担再通过北美地区产品涨价向终端传导，纺企最终承担幅度较低，市场情绪不断提振。 2025年EPS-7.4%，PE+27.2%，从18x到23x。



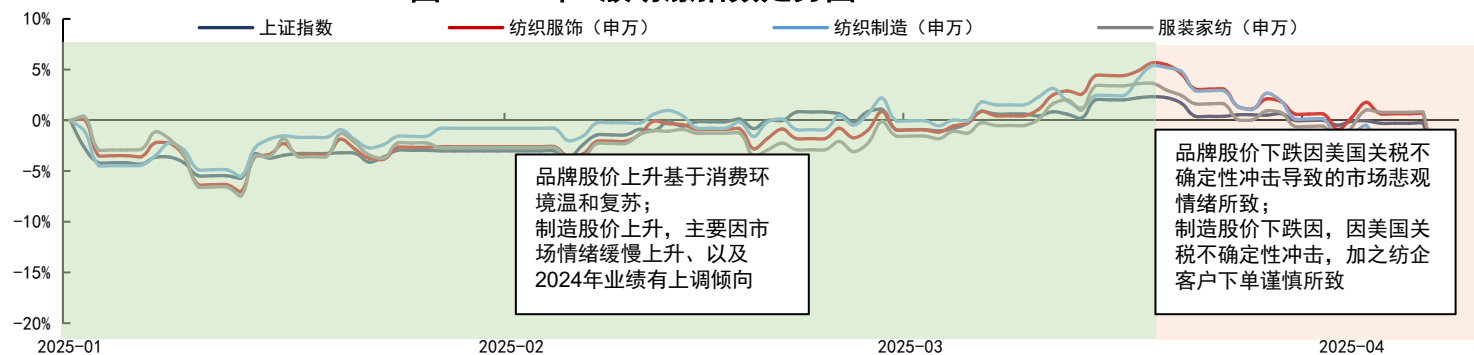
资料来源：Wind，彭博，国信证券经济研究所整理

资料来源：Wind，彭博，国信证券经济研究所整理

A股行情回顾：年内纺服指数跑输大盘，品牌预期持续下调，制造估值缓慢波动上升

- 2025年1月1日至11月12日，A股上证指数/纺织服饰/服装家纺/纺织制造涨跌幅分别为+19.3%/15.4%/13.9%/13.2%，今年整体跑输大盘，部分阶段拥有超额收益；分基本面和估值来看，服装家纺板块EPS预期持续下调，估值持续提升；纺织制造板块基本面小幅下滑，估值波动幅度较小且缓慢上升，分阶段看：
 - 1月1日-3月19日，1) **品牌**：指数+3.0%，一方面由于2025年初消费环境温和复苏，提振了市场信心，另一方面部分品牌企业披露业绩预告后EPS有下修压力。这一阶段板块整体2025年EPS-2.1%，PE+4.3%，从26x到27x。2) **制造**：指数+5.2%，一方面消费环境温和复苏使得市场情绪缓慢上升，另一方面部分制造企业披露业绩预告后EPS有上修倾向。这一阶段2025年EPS+0.1%，PE+0.6%，从19x到19x。
 - 3月20日-4月8日，1) **品牌**：指数-11.4%，主要收受到美国关税政策的不确定性冲击，市场情绪较为悲观，这一阶段2025年EPS-0.4%，PE-1.0%，从27x到26x。2) **制造**：指数-20.2%，本阶段的跌幅显著大于品牌板块，一方面由于美国关税政策的不确定性引发市场担忧，导致纺企估值下行，另一方面，一定程度影响了纺企客户下单谨慎程度，使得二季度制造企业收入增速放缓，2025年EPS-0.5%，PE-10%，从19x到17x。

图：2025年A股纺服指数走势图

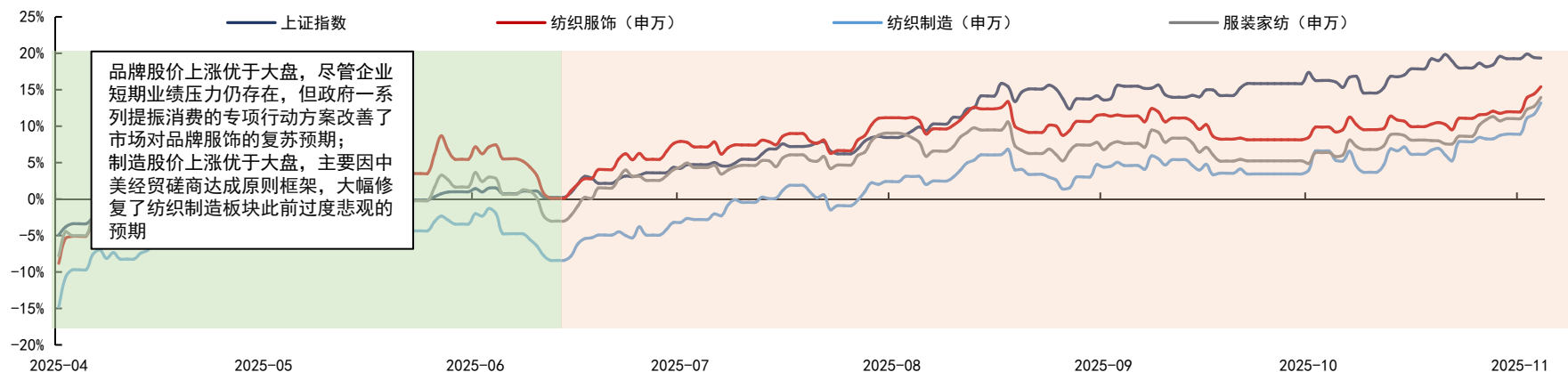


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

A股行情回顾：年内纺服指数跑输大盘，品牌预期持续下调，制造估值缓慢波动上升

- 4月9日-6月12日，1) **品牌**：指数+12.8%，涨幅优于大盘，一方面由于政府一系列提振消费的专项行动方案改善了市场对品牌服饰的复苏预期，另一方面市场对短期业绩压力仍有担忧。这一阶段板块整体2025年EPS-38.4%，PE+71.4%。2) **制造**：指数+13.0%，涨幅优于大盘，主要因中美经贸磋商达成原则框架，美方表示将相应取消对华采取的一系列限制性措施。这一进展大幅修复了纺织制造板块此前过度悲观的预期，这一阶段2025年EPS+1.3%，PE+8.8%，从16x到18x。
- 6月13日-11月12日，1) **品牌**：指数+10.6%，尽管市场下调了对于行业内公司业绩的预测，但在政府强力的消费刺激政策下，市场乐观情绪不断提振。2025年EPS-27.3%，PE+51.8%。2) **制造**：指数+14.7%，主要因7-8月关税落地，大部分由品牌承担再通过北美地区产品涨价向终端传导，纺企最终承担幅度较低，市场情绪不断提振。2025年EPS-7.4%，PE+27.2%，从18x到23x。

图：2025年A股纺服指数走势图



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理



A股行情回顾：年内纺服指数跑输大盘，品牌预期持续下调，制造估值缓慢波动上升

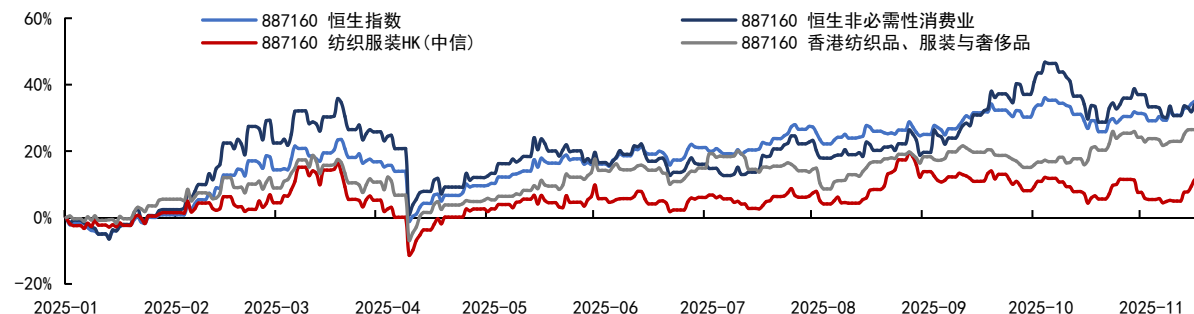
- 展望2026年：品牌业绩基数较低，制造EPS呈企稳迹象
- 1. 品牌：EPS基数较低有望触底反弹，估值面临较大压力。经过2025年深度调整，业绩基数已非常低，轻微改善即可实现正增长，且2025年消费刺激政策，其效果有望在2026年企业财报中得到体现。由于市场对于2025年业绩的下修，导致估值相对较高，若2026年上半年财报证实复苏力度弱于预期，估值将面临剧烈下降风险。
- 2. 制造：EPS回归稳健增长，估值维持在合理区间。关税不确定性消除后，出口订单的能见度和稳定性提升，龙头企业产能利用率有望维持高位，且新的关税政策表明板块企业能将大部分新增成本通过品牌商向终端传导，证明了出色的产业链议价能力和盈利韧性。当前23倍的PE处于历史中枢水平，并未被高估，为未来的业绩增长留下了空间。

2025年回顾：品牌业绩承压、制造高开低走，纺服指数跑输大盘



港股行情回顾：年内纺服指数跑输大盘，重点公司基本面小幅下滑、估值跟随大盘波动

图：2025年港股纺服指数收盘价涨跌幅、PE和EPS走势



表：2025年港股纺服指数涨跌原因分析

	01/01-3/31	04/01-04/30	05/01-09/30	10/01-11/14
品牌	<p>股价平均+1%</p> <ul style="list-style-type: none"> 2024年EPS+1%，PE+11%，平均PE从14x升至16x 除李宁外其他几家股价均有上升，主要受一季度落地“消费品以旧换新”政策带动消费环境，估值上升。 	<p>股价平均+4%</p> <ul style="list-style-type: none"> 2025年EPS下修1%，PE+5%，平均PE从16x升至17x。 安踏、波司登股价表现好于零售商滔搏，除滔搏外PE均有不同幅度的上涨；EPS调整方向有差异，主要根据年报披露以及Q1流水，结合公司指引情况，安踏、波司登、滔搏EPS保持稳定，李宁大幅下调。 	<p>股价平均+2%</p> <ul style="list-style-type: none"> 2025年EPS-1%，PE+9%，平均PE从17x升至18x。 估值主要因国内政府强力的消费刺激政策，市场乐观情绪不断提振。 	<p>股价平均-2%</p> <ul style="list-style-type: none"> 2025年EPS持平，PE-6%，平均PE从18x回到17x。 安踏、李宁EPS轻微下调，其他品牌公司EPS预期基本不变；PE估值在上涨后开始回落。
制造	<p>股价平均-2%</p> <ul style="list-style-type: none"> 2025年EPS+3%，PE-5%，裕元集团业绩下修，市场信心受到关税不确定的初步影响，平均PE从12x降至11x。 	<p>股价平均-8%</p> <ul style="list-style-type: none"> 2025年EPS持平，PE-8%，平均PE从11x回到10x 业绩基本符合预期，但因4月份关税不确定政策冲击，市场负面情绪较高。 	<p>股价平均+2%</p> <ul style="list-style-type: none"> 2025年EPS-1%，PE+24%，平均PE从11x升至13x。 主因关税政策逐步稳定，关税影响逐步消散，下游客户订单缓慢回复，市场信心不断提振所致。 	<p>股价平均+6%</p> <ul style="list-style-type: none"> 2025年EPS持平，PE+16%，平均PE从13x升至15x。 并未有大的预期调整，关税影响基本消除，下游客户订单回复，市场信心继续提振。

资料来源：Wind，彭博，国信证券经济研究所整理

港股纺服公司2025E和2026E EPS调整幅度（环比上月）

	1月31日	2月28日	3月31日	4月30日	5月31日	6月30日	7月31日	8月31日	9月30日	10月31日	11月14日
2020.HK 安踏体育 2025E	0%	0%	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
2331.HK 李宁 2025E	-1%	-1%	-13%	-2%	0%	0%	-4%	-1%	0%	-1%	0%
6110.HK 滔搏 2025E	1%	-1%	1%	0%	-1%	-7%	4%	0%	0%	0%	0%
3998.HK 波司登 2025E	0%	0%	-1%	0%	-1%	-1%	-1%	0%	0%	0%	0%
2313.HK 申洲国际 2025E	0%	1%	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
0551.HK 裕元集团 2025E	-1%	-1%	-2%	-1%	-2%	0%	0%	-1%	-1%	0%	1%
2020.HK 安踏体育 2026E	-1%	0%	-1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	-1%	0%
2331.HK 李宁 2026E	-1%	-1%	-12%	-10%	-1%	0%	-4%	0%	0%	-1%	-1%
6110.HK 滔搏 2026E	0%	-1%	0%	0%	-12%	-9%	-1%	-1%	0%	-1%	0%
3998.HK 波司登 2026E	0%	0%	-1%	-1%	-1%	-1%	-1%	0%	0%	0%	0%
2313.HK 申洲国际 2026E	0%	1%	-1%	0%	0%	0%	0%	-1%	0%	0%	0%
0551.HK 裕元集团 2026E	-1%	-1%	-6%	-1%	-2%	0%	0%	-1%	-1%	0%	1%

港股纺服公司2025E和2026E PE（月度）

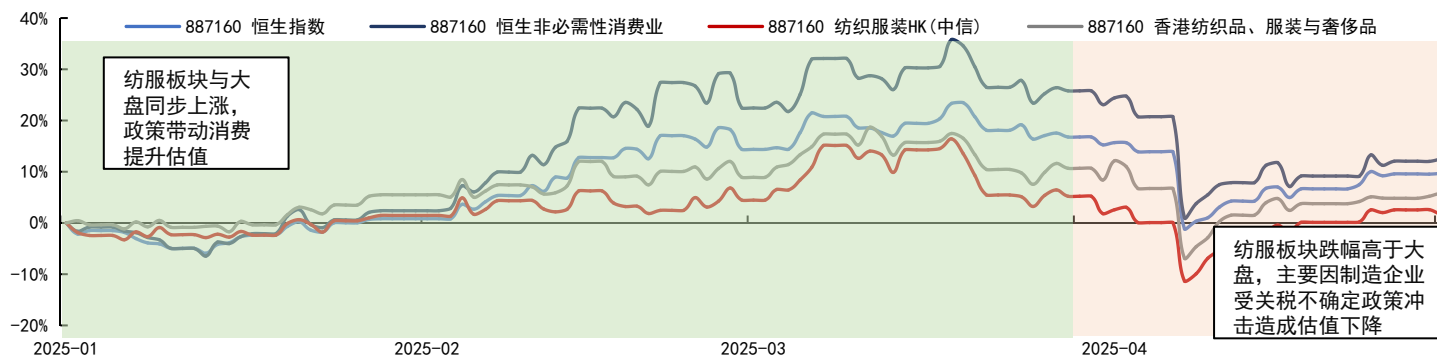
	1月31日	2月28日	3月31日	4月30日	5月31日	6月30日	7月31日	8月31日	9月30日	10月31日	11月14日
2020.HK 安踏体育 2025E	16.5	17.4	17.2	18.5	19.4	19.2	18.4	19.6	19.3	17.0	17.2
2331.HK 李宁 2025E	11.7	12.6	13.5	13.8	14.1	16.2	16.6	19.0	18.2	17.6	18.4
6110.HK 滔搏 2025E	10.1	11.9	12.0	10.9	11.3	13.3	14.3	15.3	15.0	14.7	16.1
3998.HK 波司登 2025E	10.0	10.1	10.8	10.9	12.0	12.9	12.6	13.2	13.6	14.1	15.2
2313.HK 申洲国际 2025E	12.7	12.2	12.7	11.7	12.4	12.4	12.6	13.7	14.1	15.3	16.4
0551.HK 裕元集团 2025E	6.7	6.4	5.3	4.8	5.3	5.9	6.0	7.8	8.0	8.6	9.4
2020.HK 安踏体育 2026E	14.7	15.5	15.3	16.4	17.2	17.1	16.3	17.4	17.1	15.0	15.3
2331.HK 李宁 2026E	10.6	11.5	12.2	12.5	12.8	14.7	15.1	17.0	16.2	15.6	16.4
6110.HK 滔搏 2026E	8.8	10.5	10.6	9.6	9.9	11.8	12.4	13.3	13.1	12.9	14.1
3998.HK 波司登 2026E	8.8	8.9	9.5	9.6	10.6	11.5	11.3	11.8	12.2	12.6	13.7
2313.HK 申洲国际 2026E	11.4	10.9	11.3	10.4	11.1	11.1	11.3	12.3	12.6	13.8	14.7
0551.HK 裕元集团 2026E	5.9	5.8	4.8	4.3	4.8	5.4	5.5	7.2	7.3	7.9	8.6

资料来源：Wind，彭博，国信证券经济研究所整理

港股行情回顾：年内纺服指数跑输大盘，重点公司基本面小幅下滑、估值跟随大盘波动

- 2025年1月1日至11月14日，港股恒生指数/纺织服装（中信）/纺织品服装及奢侈品指数涨跌幅分别为+32.5%/+10.0%/+26.0%，纺服板块上半年和全年表现均弱于大盘。以下我们分别按照“品牌”和“制造”两大板块来分析股价、EPS和PE的变动幅度及影响因素，这里“品牌”选择安踏体育、李宁、滔搏、波司登作为代表公司，“制造”选择申洲国际和裕元集团作为代表公司，整体而言港股大部分重点公司今年业绩表现存在小幅下滑，滔搏二季度后EPS大幅下修，裕元三季度后EPS大幅下修；板块整体主要受大盘影响、估值波动较大。
- 1月1日-3月31日，纺服板块与大盘同步上涨，政策带动消费提升估值。1) 品牌：股价平均+1%，2024年EPS+1%，PE+11%，平均PE从14x升至16x，除李宁外其他几家股价均有上升，主要受一季度落地“消费品以旧换新”政策带动消费环境，估值上升。2) 制造：股价平均-2%，2025年EPS+3%，PE-5%，裕元集团业绩下修，市场信心受到关税不确定的初步影响，平均PE从12x降至11x。
- 4月1日-4月30日，纺服板块跌幅高于大盘，主要因制造企业受关税不确定政策冲击造成估值下降。1) 品牌：股价平均+4%，2025年EPS下修1%，PE+5%，平均PE从16x升至17x。安踏、波司登股价表现好于零售商滔搏，除滔搏外PE均有不同幅度的上涨，；EPS调整方向有差异，主要根据年报披露以及Q1流水，结合公司指引情况，安踏、波司登、滔搏EPS保持稳定，李宁大幅下调。2) 制造：股价平均-8%，2025年EPS持平，PE-8%，平均PE从11x回到10x，2023年业绩基本符合预期，但因4月份关税不确定政策冲击，市场负面情绪较高。

图：2025年港股纺服指数走势图

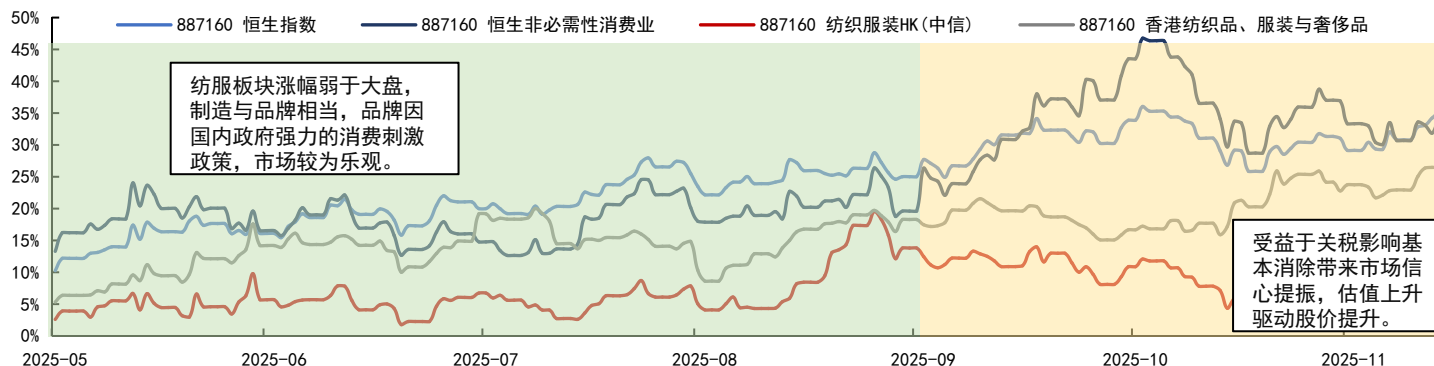


资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

港股行情回顾：年内纺服指数跑输大盘，重点公司基本面小幅下滑、估值跟随大盘波动

- 5月1日-9月30日，纺服板块涨幅弱于大盘，制造与品牌相当，品牌因国内政府强力的消费刺激政策，市场较为乐观。1) 品牌：股价平均+2%，2025年EPS-1%，PE+9%，平均PE从17x升至18x。估值主要因国内政府强力的消费刺激政策，市场乐观情绪不断提振。2) 制造：股价平均+2%，2025年EPS-1%，PE+24%，平均PE从11x升至13x。主因关税政策逐步稳定，关税影响逐步消散，下游客户订单缓慢回复，市场信心不断提振所致。
- 10月1日-11月14日，受益于关税影响基本消除带来市场信心提振，估值上升驱动股价提升。1) 品牌：股价平均-2%，2025年EPS持平，PE-6%，平均PE从18x回到17x。安踏、李宁EPS轻微下调，其他品牌公司EPS预期基本不变；PE估值在上涨后开始回落。2) 制造：股价平均+6%，2025年EPS持平，PE+16%，平均PE从13x升至15x。并未有大的预期调整，关税影响基本消除，下游客户订单回复，市场信心继续提振。

图：2025年港股纺服指数走势图





港股行情回顾：年内纺服指数跑输大盘，重点公司基本面小幅下滑、估值跟随大盘波动

- 展望2026年：品牌业绩预期谨慎，制造估值呈现修复
 1. **品牌：**EPS均调整较为充分，估值波动较大仍具向上弹性。中报及三季度流水披露后，2025年预期陆续调整到位，2026年保持谨慎态度，如果消费环境改善，EPS可能实现低个位数增长，预期经济复苏、消费者信心是提升估值关键。
 2. **制造：**受关税政策冲击波动较大，估值具备向上弹性。今年主要受美国关税政策的不确定性影响。4月特朗普宣布“对等关税”政策后，一方面引发市场担忧，导致纺企估值下行，另一方面，一定程度影响了纺企客户下单谨慎程度。7-8月伴随关税落地，市场情绪不断提振；估值当前仍具备向上弹性，预期全球贸易环境未来将成为影响市场情绪最主要因素，带动估值变动。

**2026年投资主线之品牌服饰板块：
社零增速与品牌收入整体增速趋缓，行业存在结构性机会**

品牌服饰板块：社零增速与品牌收入整体增速趋缓，行业存在结构性机会



- 核心观点：展望2026，整体消费环境仍偏谨慎的前提下，具有中高端定价能力、细分场景挖掘能力和差异化产品创新能力的品牌有望脱颖而出。

2025年在消费承压背景下，品牌服饰仍有细分赛道、品牌具备增长亮点，主要因符合消费趋势、切中消费者痛点，产品创新+电商渠道大单品爆款策略奏效等，具体体现在：（1）运动细分定位与户外品类持续占优；（2）大单品驱动的家纺线上增速出色；（3）社媒营销与新品迭代齐发力的新锐品牌。

在接近2025年末尾，服装家纺消费趋势有一定的企稳迹象，后续持续性仍待验证的情况下，展望2026，整体消费环境仍偏谨慎的前提下，具有中高端定价能力、细分场景挖掘能力和差异化产品创新能力的品牌有望脱颖而出。

图：纺服细分行业电商平台销售额季度同比（单位：%）

	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
运动鞋	5.8	11	17	3.8	9.2	23	12	30	15	-2.5	3.0
运动休闲服	-5.4	2.4	25	23	12	11	-7.1	15	10	1.8	12
户外服装	77	81	98	78	51	44	31	68	63	3.2	7.6
户外鞋靴	3.1	72	75	37	39	85	54	74	64	47	54
女装	7.8	24	4.1	3.2	-11	35	29	21	19	-12	-6.1
男装	5.1	12	-5.2	-2.0	-3.9	8.5	-3.9	-9.4	-13	-8.9	4.7
床上用品	23	25	23	27	5.2	13	5.0	17	21	12	7.2
卫生巾	14	18	5.3	-0.4	9.5	14	20	13	22	-2.2	1.1
洗脸巾	14	29	5.0	15	7.1	15	29	27	31	8.7	4.5

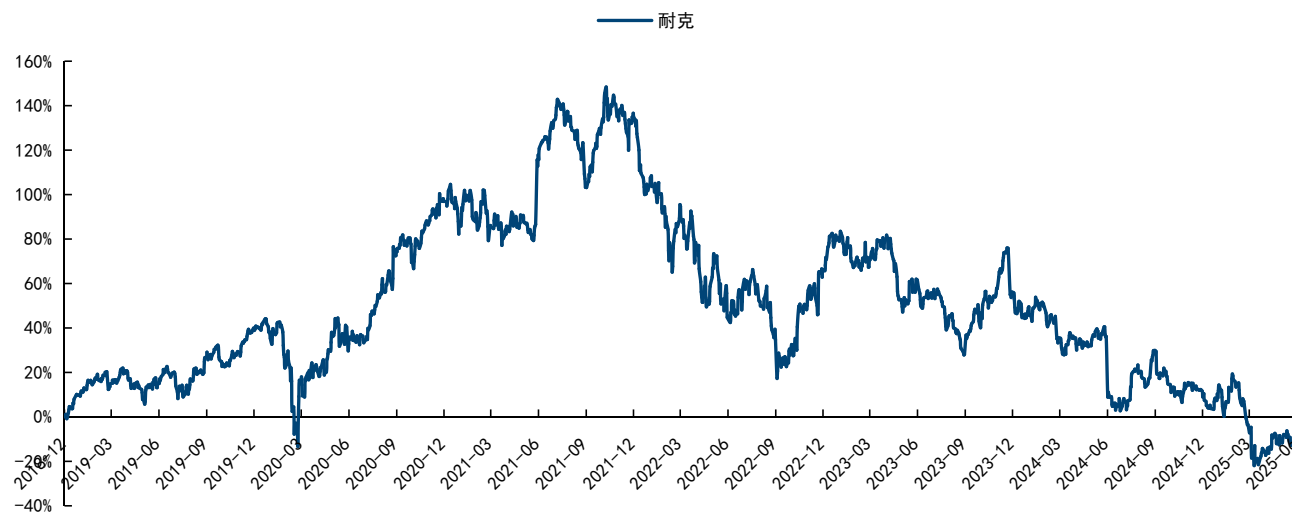
资料来源：阿里/京东/抖音第三方数据、国信证券经济研究所整理

【 02 】 2026主线一：运动户外景气占优，聚焦细分定位与科技革新

一、产品周期对运动品牌基本面和股价影响大

耐克股价2019年至今股价走出了倒V型。股价在2019-2021年间震荡上行，期间在2020年初因新冠疫情突发股价小幅新低，2021年11月5日收盘到顶点，区间最大涨幅182%；随后在疫情反复和供应链扰乱、库存积压等问题影响下，2022年股价大幅回调，自2021年高点至2022年9月30日的低点下跌34%。随后库存见顶受控，2022年四季度一度反弹，到2023年2月1日初最大涨幅35%，而后续在清理库存、品牌竞争力弱化、美国关税等诸多问题影响下开始长期下跌的走势，自2023年初高点至2025年4月8日低点累计最大跌幅50%。目前最新收盘价（2025年7月20日）与2019年初相比目前累计涨幅6.3%。

图：耐克2019年初至今股价涨跌幅

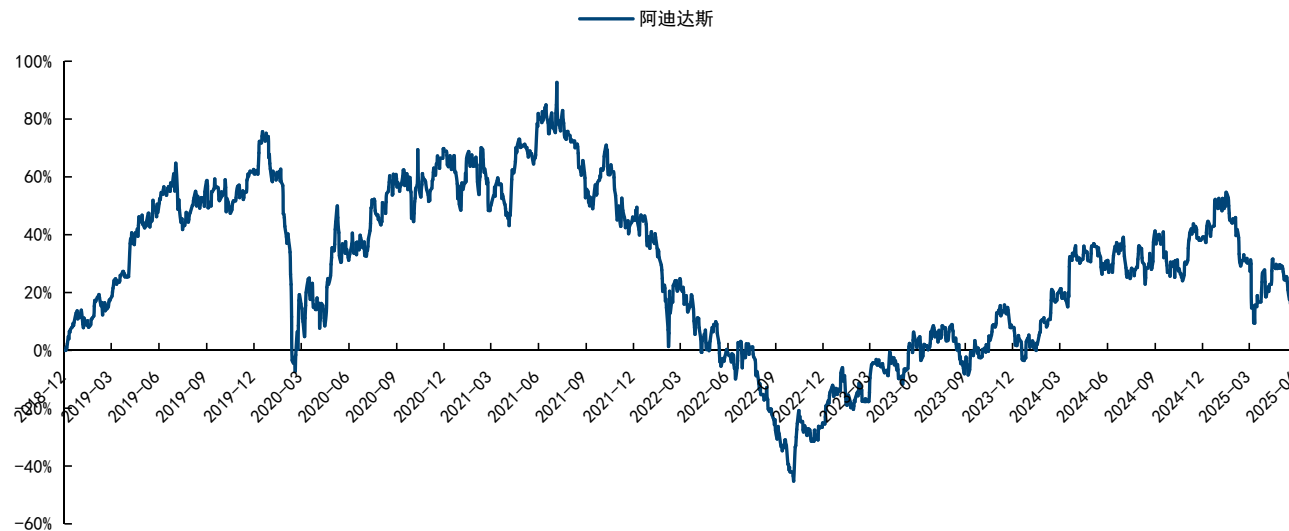


资料来源：Bloomberg, Wind, 国信证券经济研究所整理

一、产品周期对运动品牌基本面和股价影响大

阿迪达斯2019年之内走出了N型反转。2019年阿迪达斯股价持续上涨，直至2020年初疫情发生前一年内涨幅约47%，而疫情发生后在2020年一季度区间最大跌幅达到24%。随后至供应链紊乱事件发生前阿迪达斯继续反弹，在2021年8月4日股价见顶，两年内区间最大涨幅达到61%。随后疫情导致供应链紊乱，伴随着先缺货、海运堵塞，而后库存积压，2021年下半年至2022年区间最大跌幅达到61%。后续在库存见顶可控至品牌竞争力逐步增强，新CEO上任引领复苏下股价长达两年以上的反弹，自2022年年末低点到目前区间最大涨幅达到138%。目前最新收盘价（2025年7月20日）相比2019年初上涨21%。

图：阿迪达斯2019年初至今股价涨跌幅

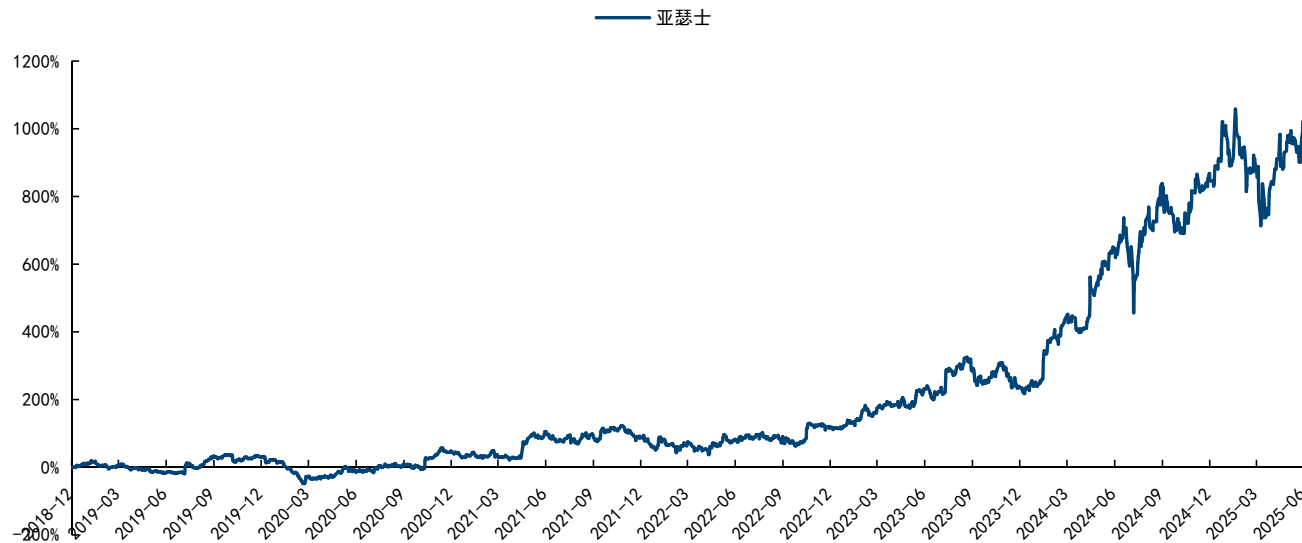


资料来源：Bloomberg, Wind, 国信证券经济研究所整理

一、产品周期对运动品牌基本面和股价影响大

亚瑟士在2019年至今涨幅接近10倍。2019年亚瑟士股价呈现V型反转，自年初震荡下跌19%至8月2日，随后快速反弹，至10月21日最大涨幅70%。后续由于疫情影响大幅下跌，自2019Q4至2020Q1区间最大跌幅62%。后续随疫情逐步缓和开启接近2年的大幅反弹趋势，持续创新高，在2021Q4高点相比2020Q1疫情低点累计涨幅达到327%，相比2019年初累计涨幅也达到122%。进入2022年，亚瑟士回调后再创新高，2021Q4高点至2022Q2低点回调23%，而后反弹至2022Q4高点最大涨幅67%。2023-2024开启新一轮大涨过程，两年内到2025年2月的高点累计涨幅达到433%。目前收盘价（2025年7月20日）距离2019年初累计涨幅达到994.9%。

图：亚瑟士2019年初至今股价涨跌幅



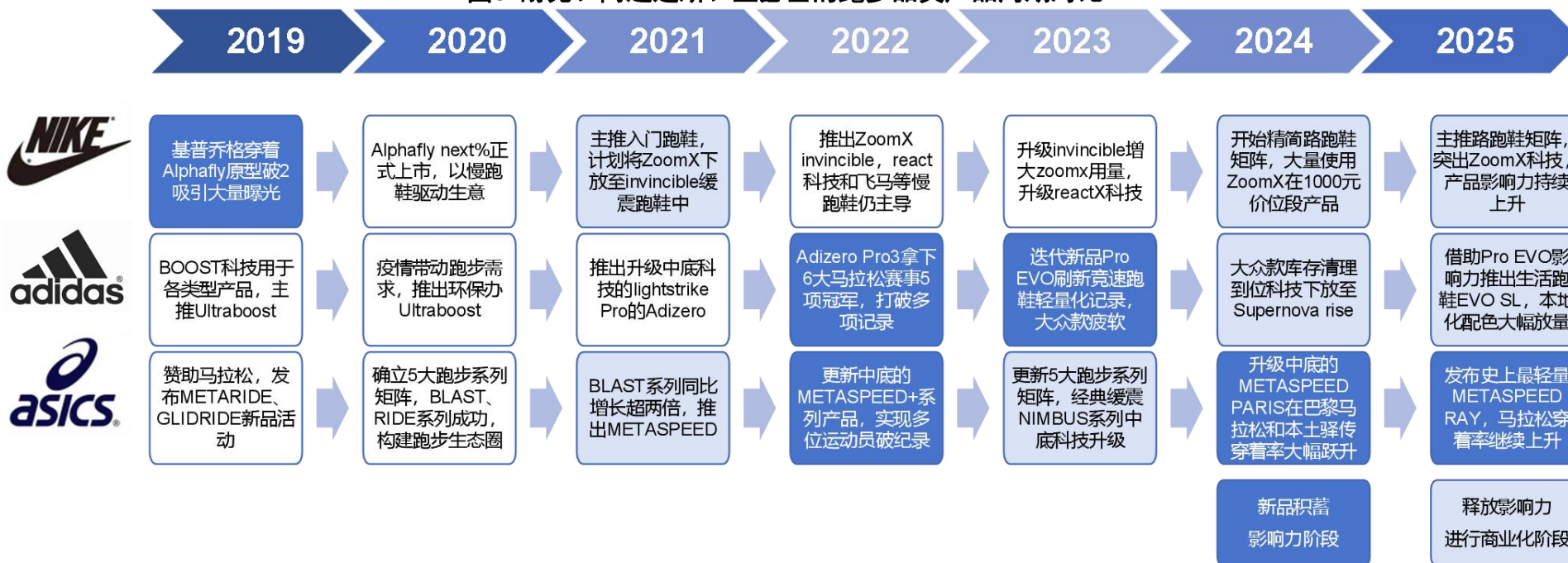
资料来源：Bloomberg, Wind, 国信证券经济研究所整理

一、产品周期对运动品牌基本面和股价影响大

耐克、阿迪达斯、亚瑟士近年产品周期对比：耐克率先掀起专业跑鞋革新周期，但商业化环节战略失焦，竞争对手成功把握超车机会
总结三大运动品牌的产品周期经验，投资者把握运动品牌产品周期，采取两步法：

- 1、顶级曝光为新品积蓄势能，关注核心圈层反馈与商业化动作；
- 2、科技下放+时尚破圈实现广泛商业化，关注竞争环境和数据兑现。

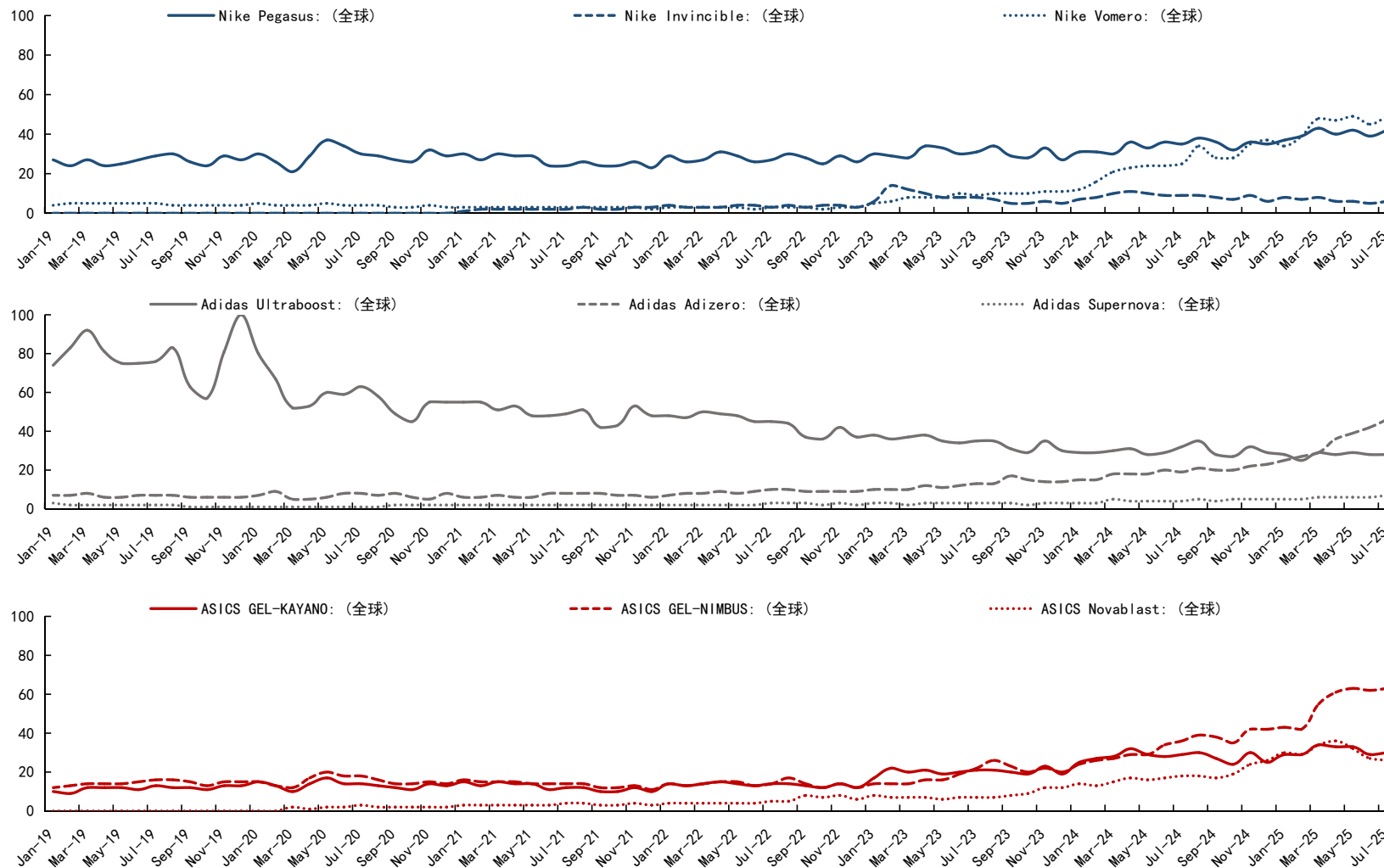
图：耐克、阿迪达斯、亚瑟士的跑步品类产品周期对比



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

一、产品周期对运动品牌基本面和股价影响大

图：耐克、阿迪达斯、亚瑟士的跑步产品线搜索热度对比



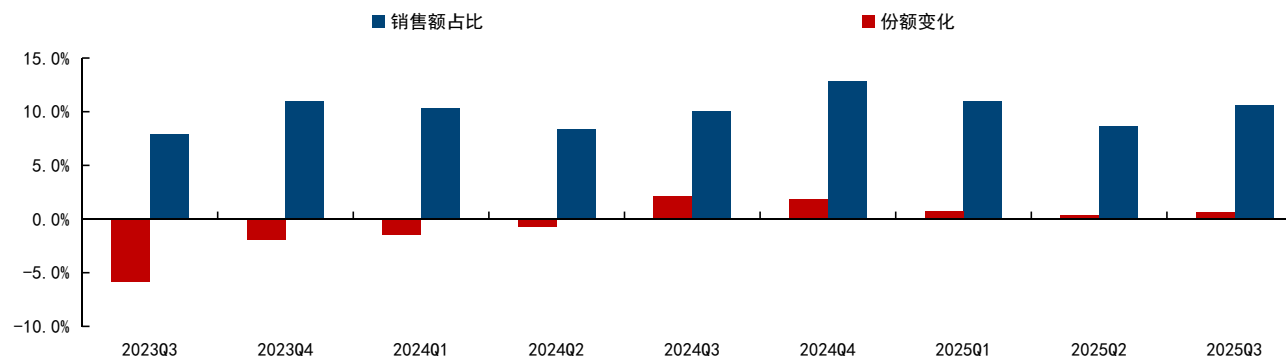
资料来源：Google trends, 国信证券经济研究所整理

二、中国运动市场虽呈“内卷”趋势，仍有逆势成就价格增长的案例

(1) 阿迪达斯——三叶草系列驱动运动休闲服量价齐升

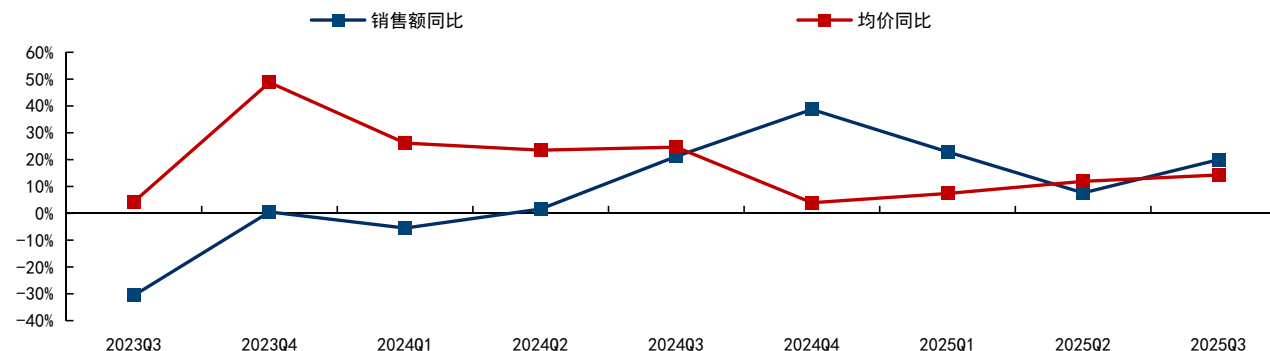
- 阿迪达斯运动服Q3增长提速，量价齐升，渠道上抖音贡献主要增长，产品上三叶草系列持续发力，份额占比同比增加13%至45%，销售额同比增加超50%，量价齐升，三叶草复古夹克外套较高的单价驱动运动服均价上涨。
- 具体数据方面，
 - ① 运动休闲服2025Q3销售额占比10.6%，同比变动+0.6个百分点；
 - ② 运动休闲服2025Q3销售额（7.4亿）同比+20%，均价（312元）同比+14.3%。

图：三平台运动休闲服份额变化



资料来源：阿里第三方数据、国信证券经济研究所整理

图：三平台运动服销售额与均价变化



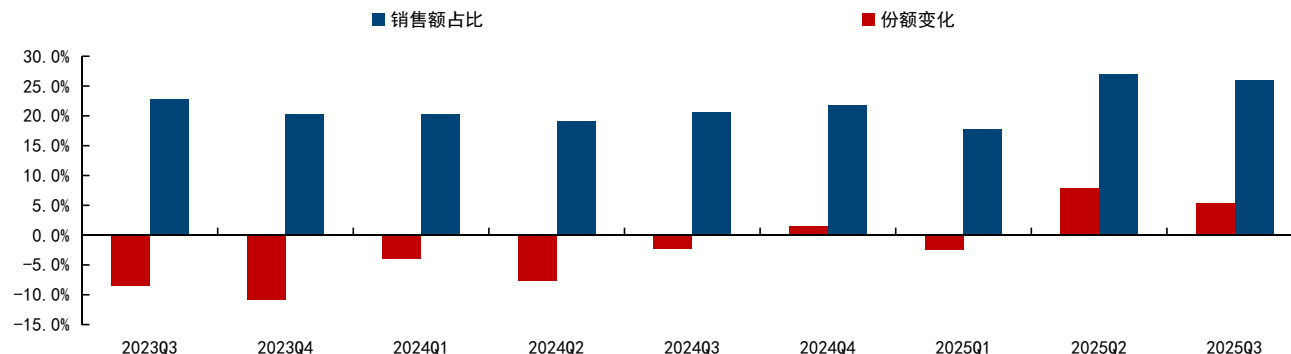
资料来源：阿里第三方数据、国信证券经济研究所整理

二、中国运动市场虽呈“内卷”趋势，仍有逆势成就价格增长的案例

(2) 李宁——新IP驱动篮球鞋销售转增，份额持续回升

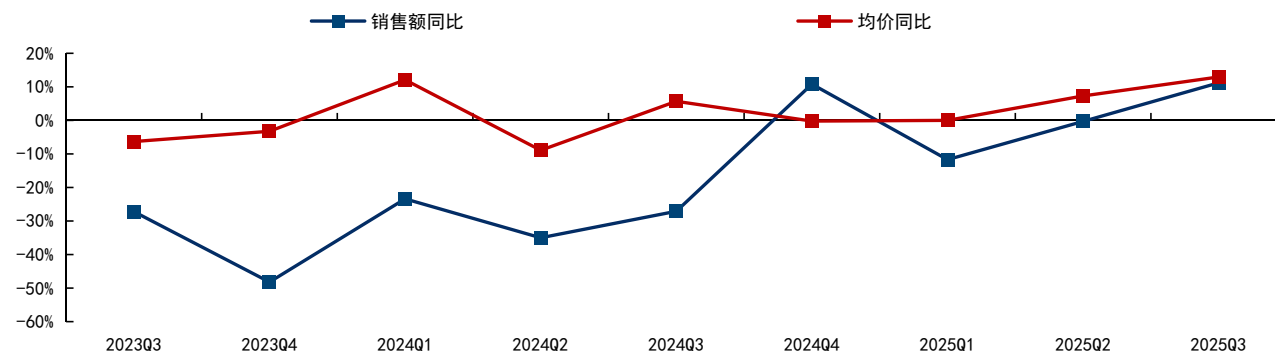
- 李宁篮球鞋份额持续提升，价格双位数增长，分渠道看抖音、京东渠道上升，同时天猫渠道下滑。产品方面由新IP驱动增长，利刃、超轻均实现量价齐升，贡献增量，伽马表现抢眼，在价格轻微下降的情况下销售额增长2.7倍，驭帅、韦德之道等老款IP普遍下滑。
- 具体数据方面，
 - ① 篮球鞋2025Q3销售额占比26%，同比变动+5.4个百分点；
 - ② 篮球鞋2025Q3销售额（2.0亿）同比+11.2%，均价（567元）同比+12.9%。

图：三平台篮球鞋份额变化



资料来源：阿里第三方数据、国信证券经济研究所整理

图：三平台篮球鞋销售额与均价变化



资料来源：阿里第三方数据、国信证券经济研究所整理

二、中国运动市场虽呈“内卷”趋势，仍有逆势成就价格增长的案例

(2) 李宁——新IP驱动篮球鞋销售转增，份额持续回升

图：李宁篮球新IP大单品占比从25%提升到59%

品牌	李宁 Lining	品类	篮球鞋	商品关键词	利刃
时间	销售额 (百万元)	均价 (元)	销售额 YOY	均价 YOY	占品类 比例
2024Q3	39	612	15.9%	8.8%	25.5%
2025Q3	71	726	81.1%	18.5%	41.1%
2023Q3	34	563			19.3%

品牌	李宁 Lining	品类	篮球鞋	商品关键词	伽马
时间	销售额 (百万元)	均价 (元)	销售额 YOY	均价 YOY	占品类 比例
2024Q3	4	1019	/	/	2.8%
2025Q3	16	998	272.2%	-2.1%	9.1%
2023Q3	/	/			/

品牌	李宁 Lining	品类	篮球鞋	商品关键词	超轻
时间	销售额 (百万元)	均价 (元)	销售额 YOY	均价 YOY	占品类 比例
2024Q3	8	541	-18.2%	8.1%	5.0%
2025Q3	15	598	98.3%	10.7%	8.9%
2023Q3	9	500			5.4%

图：李宁篮球老IP大单品占比从50%下降至19%

品牌	李宁 Lining	品类	篮球鞋	商品关键词	韦德
时间	销售额 (百万元)	均价 (元)	销售额 YOY	均价 YOY	占品类 比例
2024Q3	18	582	-30.4%	14.9%	11.9%
2025Q3	8	500	-56.0%	-14.1%	4.7%
2023Q3	27	506			15.1%

品牌	李宁 Lining	品类	篮球鞋	商品关键词	闪击
时间	销售额 (百万元)	均价 (元)	销售额 YOY	均价 YOY	占品类 比例
2024Q3	18	526	-41.4%	-4.7%	12.0%
2025Q3	19	496	2.4%	-5.7%	10.9%
2023Q3	32	552			18.0%

品牌	李宁 Lining	品类	篮球鞋	商品关键词	驭帅
时间	销售额 (百万元)	均价 (元)	销售额 YOY	均价 YOY	占品类 比例
2024Q3	6	614	-62.7%	24.4%	4.0%
2025Q3	2	583	-59.6%	-5.1%	1.4%
2023Q3	17	494			9.4%

品牌	李宁 Lining	品类	篮球鞋	商品关键词	音速
时间	销售额 (百万元)	均价 (元)	销售额 YOY	均价 YOY	占品类 比例
2024Q3	10	391	-30.6%	-7.1%	6.7%
2025Q3	4	414	-63.0%	5.7%	2.2%
2023Q3	15	421			8.5%

资料来源：阿里第三方数据、国信证券经济研究所整理

三、从国际田联获批跑鞋新品窥见运动行业2026年创新方向

耐克

- **耐克Dev 16141**：原型跑鞋，由康纳·曼茨在2025年芝加哥马拉松比赛中测试，并打破美国纪录。
- **耐克Vaporfly 4**：鞋面相较3代而言更由速度感，采用工程网布的鞋面，鞋楦较3代偏瘦，中腰后跟收窄，适合前掌跑者

图：耐克Dev 16141



图：耐克Vaporfly 4



图：Adizero Takumi Sen 11



图：Adizero Adios Pro Evo 2



阿迪达斯

- **Adizero Takumi Sen 11**：鞋面材料较上一代不同，韧性更好但透气性变差，玻纤柱的形态较10代相比变化较大，前掌厚度较10代加厚。
- **Adizero Adios Pro Evo 2**：与1代相比，前掌加厚了3mm左右，前掌上翘点前移，上翘倾斜角更大。

资料来源：国际田联、知乎跑步吧、国信证券经济研究所整理

三、从国际田联获批跑鞋新品窥见运动行业2026年创新方向

安踏

- **安踏C10 PRO 2 CSP**：前后掌分离式设计，前掌中底更厚，鞋头部分上翘增强了滚动感，重心前置，后掌近乎悬空，适合前掌落地、大步幅蹬伸的跑者。
- **安踏C10 PRO 2 LCSP**：前后掌分离式设计，前掌与C10 PRO 2 CSP相比上翘幅度较小，鞋面编织方式也存在差异。

图：安踏C10 PRO 2 CSP

ANTA - C10 PRO 2 CSP



Photo indicative only. Actual colours may vary

APPROVED
until 03 JUN 2026

Approved for Competition, except WAS events or Olympic Games, for

- Road Races (including Track Race Walking Events)
- Cross Country Races
- Mountain and Trail Races

Development Shoe: Yes
Expiry Date: 03 JUN 2026

图：李宁飞电6 CHALLENGER

Li-Ning - FEIDIAN 6 CHALLENGER



Photo indicative only. Actual colours may vary

APPROVED
until 02 SEP 2026

Approved for Competition, except WAS events or Olympic Games, for

- Road Races (including Track Race Walking Events)
- Cross Country Races
- Mountain and Trail Races

Development Shoe: Yes
Expiry Date: 02 SEP 2026

李宁

- **李宁飞电6 CHALLENGER**：中底材料对比6E有明显不同，中底后跟底部能明显看出珠粒材料，前掌没有；全掌弧形结构在后掌处稍微有点减弱，但增大了前掌的起翘点的上翘弧度；足弓位置的侧墙比5C高，整块中底的厚度和结构都有比较大的改变，尤其是前掌中底厚度。
- **李宁飞电6 ELITE**：中底顶碳级别的厚度增加，前后掌坡差仅3mm，鞋面改为通体网格面料，外底更加滚动上翘

图：安踏C10 PRO 2 LCSP

ANTA - C10 PRO 2 LCSP



Photo indicative only. Actual colours may vary

APPROVED
until 15 JUN 2026

Approved for Competition, except WAS events or Olympic Games, for

- Road Races (including Track Race Walking Events)
- Cross Country Races
- Mountain and Trail Races

Development Shoe: Yes
Expiry Date: 15 JUN 2026

图：李宁飞电6 ELITE



三、从国际田联获批跑鞋新品窥见运动行业2026年创新方向

361度

- **飞燃5**：对比飞燃4，外观上没有较大改动，碳板后掌幅度没有飞燃4翘，内侧支撑更足，前掌较宽，保留了飞燃4夸张的横滚，采用全新的超临界摩压鞋垫。
- **飞燃5 FUTURE**：全掌粗胚发泡，与飞燃5一样，前掌较宽并有落地的横滚，鞋面升级成铂笼丝，中底和后掌比飞燃5更窄，适配中前掌跑者。

图：361度飞燃5



图：361度飞燃5 FUTURE



特步

- **160X JET**：160X JET和往代160X系列跑鞋，外观上有较为明显的区别，整体鞋型配色美观流畅，鞋尾处配有何杰签名花纹。

图：特步160X JET



四、户外赛道近年来持续增长领先

户外运动与风格潮流共驱品类在鞋服大盘中渗透率持续提升。2021年以来我国户外鞋服行业快速增长，虽然欧睿对户外行业规模统计偏小，我们仍能从其增速和占比中看出趋势；从服装品类来看，户外服饰是近五年增速最快的细分赛道，占整体鞋服比例五年来提升了0.9个百分点，此外功能性运动服饰的占比也提升了0.6个百分点，运动服饰整体提升1.8个百分点，而非运动服饰占比下滑。从鞋子品类来看，结论与服装类似，其中功能性鞋子占比提升更快，5年提升了4.4个百分点，但是规模基数较大，增速仍是户外鞋子最快，CAGR5达10.5%。

图：我国运动鞋服规模及增速（按类型分）

服装	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
规模（亿元）							
服装整体	21,853.87	19,600.65	21,938.16	19,950.48	21,619.49	21,975.05	
运动服装	1,394.01	1,323.84	1,520.17	1,429.66	1,673.23	1,796.37	
-功能	478.46	465.87	526.40	495.87	580.66	616.14	
-户外	209.68	182.38	221.87	260.69	339.16	415.72	
-时尚	705.88	675.60	771.91	673.10	753.41	764.52	
非运动服装	20,459.87	18,276.81	20,417.99	18,520.81	19,946.27	20,178.67	
增速							CAGR5
服装整体		-10.3%	11.9%	-9.1%	8.4%	1.6%	0.1%
运动服装		-5.0%	14.8%	-6.0%	17.0%	7.4%	5.2%
-功能		-2.6%	13.0%	-5.8%	17.1%	6.1%	5.2%
-户外		-13.0%	21.7%	17.5%	30.1%	22.6%	14.7%
-时尚		-4.3%	14.3%	-12.8%	11.9%	1.5%	1.6%
非运动服装		-10.7%	11.7%	-9.3%	7.7%	1.2%	-0.3%
占比							19-24年占比变化
服装整体							
运动服装	6.4%	6.8%	6.9%	7.2%	7.7%	8.2%	1.8%
-功能	2.2%	2.4%	2.4%	2.5%	2.7%	2.8%	0.6%
-户外	1.0%	0.9%	1.0%	1.3%	1.6%	1.9%	0.9%
-时尚	3.2%	3.4%	3.5%	3.4%	3.5%	3.5%	0.2%
非运动服装	93.6%	93.2%	93.1%	92.8%	92.3%	91.8%	-1.8%

鞋履	2019	2020	2021	2022	2023	2024	
规模（亿元）							
鞋子整体	4,351.72	4,162.63	4,670.47	4,234.37	4,642.19	4,800.18	
运动鞋子	1,805.27	1,799.02	2,029.30	1,947.43	2,186.28	2,292.72	
-功能	637.73	642.20	749.06	735.57	856.95	916.64	
-户外	100.81	86.90	103.59	117.57	143.55	165.97	
-时尚	1,066.73	1,069.93	1,176.65	1,094.29	1,185.77	1,210.11	
非运动鞋子	2,546.45	2,363.61	2,641.17	2,286.94	2,455.91	2,507.46	
增速							CAGR5
鞋子整体		-4.3%	12.2%	-9.3%	9.6%	3.4%	2.0%
运动鞋子		-0.3%	12.8%	-4.0%	12.3%	4.9%	4.9%
-功能		0.7%	16.6%	-1.8%	16.5%	7.0%	7.5%
-户外		-13.8%	19.2%	13.5%	22.1%	15.6%	10.5%
-时尚		0.3%	10.0%	-7.0%	8.4%	2.1%	2.6%
非运动鞋子		-7.2%	11.7%	-13.4%	7.4%	2.1%	-0.3%
占比							19-24年占比变化
鞋子整体							
运动鞋子	41.5%	43.2%	43.4%	46.0%	47.1%	47.8%	6.3%
-功能	14.7%	15.4%	16.0%	17.4%	18.5%	19.1%	4.4%
-户外	2.3%	2.1%	2.2%	2.8%	3.1%	3.5%	1.1%
-时尚	24.5%	25.7%	25.2%	25.8%	25.5%	25.2%	0.7%
非运动鞋子	58.5%	56.8%	56.6%	54.0%	52.9%	52.2%	-6.3%

资料来源：前瞻产业研究院，国信证券经济研究所整理

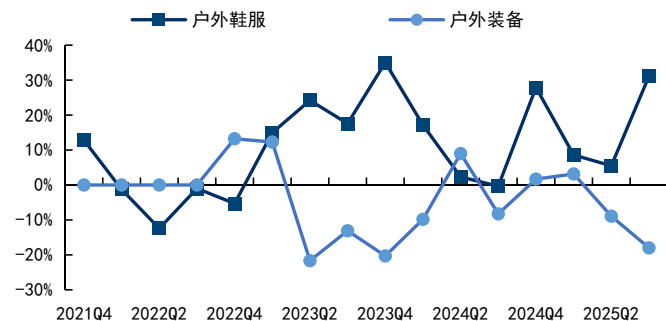
四、户外赛道近年来持续增长领先

- 2022-2024年户外鞋服电商渠道复合增速接近50%。

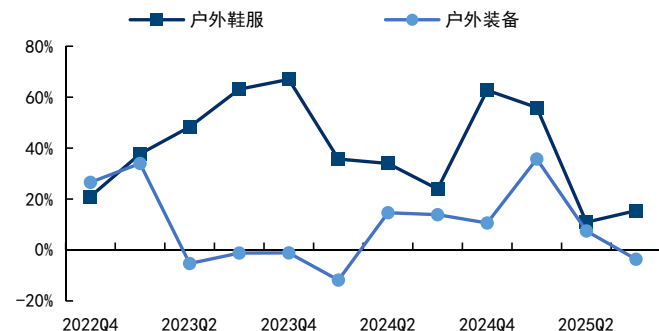
根据天猫+京东+抖音三平台数据统计，户外鞋服近两年增速远高于户外装备，2022-2024年两品类复合增速分别为49.0% /5.4%，2025年前三季度线上销售规模分别为343/188亿元；2025Q3户外服饰延续双位数增长，同比+15.4%，户外装备轻微下滑3.6%。

- 分品类看，软壳硬壳冲锋衣、洞洞鞋增速最快，2025年前三季度增速分别达到227%/175%/71%和426%/331%/509%。

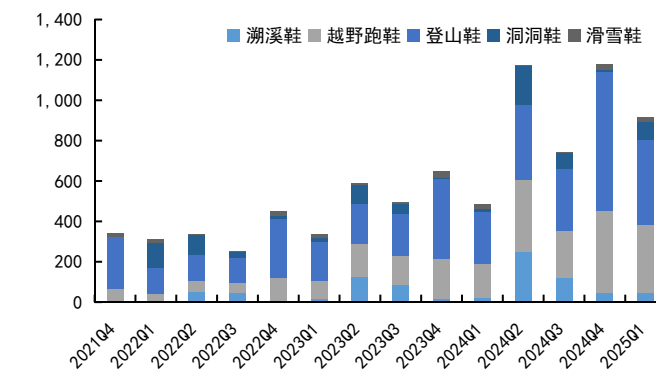
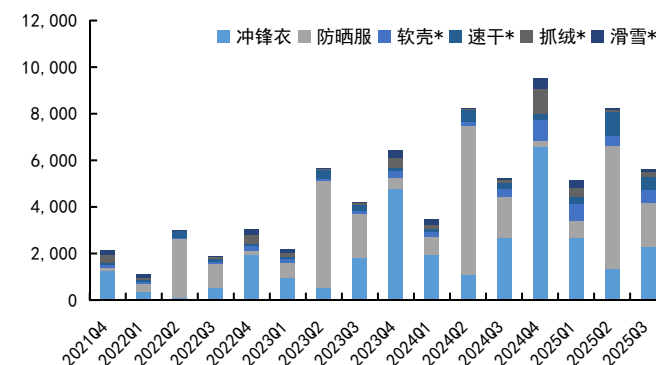
图：天猫户外鞋服/装备销售额增长趋势



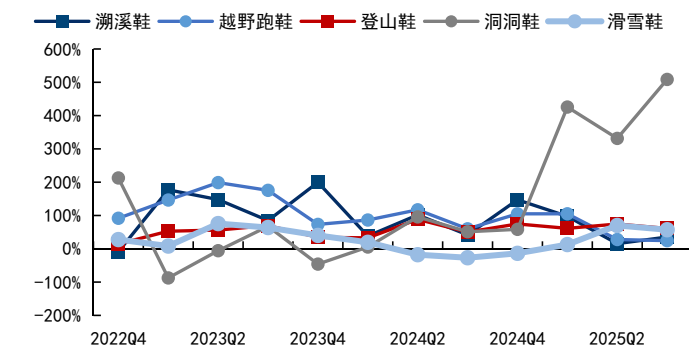
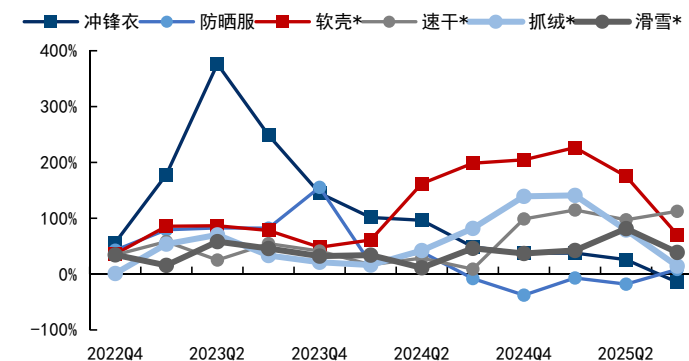
图：天猫/京东/抖音户外鞋服/装备销售额增长趋势



图：天猫/京东/抖音户外鞋服细分品类销售额 (百万元)



图：天猫/京东/抖音户外鞋服细分品类销售额增长趋势



资料来源：阿里第三方数据、京东第三方数据、抖音第三方数据、国信证券经济研究所整理

五、户外竞争格局：集中度近年来持续提升，国际品牌具备高端市场话语权，国内品牌电商渠道占优

- 户外鞋服行业集中度2021年以来持续提升。根据我们测算，2015年以来我国户外市场集中度经历了先降后升，2020年降至低点，Top5市占率约11.6%；2021年后头部品牌带动行业快速增长，同时份额提升，2024年Top5集中度提升至20.7%，前五大分别是骆驼/北面/始祖鸟/迪桑特/可隆（根据伯希和招股书，迪卡依体量介于始祖鸟、迪桑特之间，但由于缺乏历史数据，未纳入整体统计）；Top10集中度提升至28.7%。
- 国际国内头部品牌表现分化。国内传统户外品牌，在2017年之前份额高于国际品牌；但随后国际龙头品牌份额快速提升，国内龙头品牌份额先降后升；尤其2021年后户外赛道兴起、户外鞋服高速增长是先由国际户外大牌的破圈带动，进而传导到价格较低、更具性价比的国产品牌：
 - 1) 国际头部品牌份额持续提升，头部品牌中，国际品牌2015/2021/2024年份额分别为10%/13%/19%。
 - 2) 国产头部品牌份额呈V形变化，头部品牌中，国内品牌2015/2021/2024年份额分别为13%/6%/11%。
- 其中探路者份额明显下滑；凯乐石份额基本稳定，中间也经历了小幅的份额下滑，但近年来增速好于行业整体的快速增长；骆驼份额有所提升，是目前国内户外市场第一大品牌；伯希和作为新兴户外品牌近年来增速迅猛，2024年的销售体量大约在17.5亿元，在国产品牌中位列第二。

图：我国户外鞋服品牌市场份额

份额	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	15-24变化	21-24变化
骆驼	4.4%	4.3%	4.2%	3.9%	4.0%	3.2%	3.2%	3.9%	5.3%	6.1%	1.7%	2.9%
北面	4.1%	3.7%	3.4%	3.2%	3.5%	3.2%	3.3%	3.9%	4.6%	4.9%	0.8%	1.5%
始祖鸟	0.2%	0.2%	0.3%	0.5%	1.1%	1.7%	2.6%	3.1%	3.9%	4.6%	4.4%	2.0%
迪桑特		0.1%	0.2%	0.4%	0.7%	1.2%	1.8%	2.1%	2.6%	2.9%		1.1%
可隆				0.7%	0.8%	0.9%	1.0%	1.2%	1.8%	2.2%		1.2%
伯希和								0.6%	1.2%	1.9%		1.9%
凯乐石	2.0%	1.9%	1.8%	1.8%	1.9%	1.5%	1.7%	1.8%	1.8%	1.8%	-0.2%	0.0%
哥伦比亚	3.4%	3.2%	2.9%	2.8%	2.5%	1.8%	1.8%	1.4%	1.4%	1.3%	-2.0%	-0.5%
探路者	6.7%	5.6%	4.0%	3.0%	2.5%	1.4%	1.3%	1.3%	1.2%	1.1%	-5.6%	-0.2%
狼爪	2.5%	2.4%	2.3%	2.1%	2.1%	1.7%	1.9%	1.6%	1.5%	1.3%	-1.1%	-0.5%
萨洛蒙							0.5%	0.7%	1.4%	1.6%		1.2%
Top5	21.1%	19.2%	16.7%	15.1%	14.6%	11.6%	12.8%	14.8%	18.2%	20.7%	-0.5%	7.9%
Top10							19.1%	21.0%	25.4%	28.7%	28.7%	9.5%
国内品牌	13.1%	11.8%	10.0%	8.7%	8.4%	6.1%	6.2%	7.6%	9.4%	10.9%	-2.2%	4.7%
国际品牌	10.1%	9.7%	9.1%	9.7%	10.6%	10.5%	12.9%	14.0%	17.1%	18.9%	2.0%	6.0%

资料来源：前瞻产业研究院、伯希和招股书、弗若斯特沙利文、国信证券经济研究所整理

图：我国户外鞋服前十大品牌销售额及占比

品牌	销售额 (亿元)	占比	品牌	销售额 (亿元)	占比
骆驼	56.49	5.5%	可隆	20.54	2.0%
北面	45.19	4.4%	伯希和	17.46	1.7%
始祖鸟	42.11	4.1%	凯乐石	16.43	1.6%
迪卡依	31.84	3.1%	哥伦比亚	12.32	1.2%
迪桑特	26.70	2.6%	探路者	10.27	1.0%

资料来源：伯希和招股书、弗若斯特沙利文、国信证券经济研究所整理

注：分母为户外（包含鞋服装备）市场规模

五、户外竞争格局：集中度近年来持续提升，国际品牌具备高端市场话语权，国内品牌电商渠道占优

- 电商渠道国产品牌更具优势，份额较高且提升更快，北面在国际品牌中排名领先。
- 1) 户外鞋服整体：电商平台国产品牌相较国际品牌更具优势，2024年前11大品牌份额42%；2025前三季度，前11大品牌合计份额41%（基本保持稳定），其中有6个为国产品牌合计份额28%，且有4家跻身前五，分别为骆驼/蕉下/凯乐石/伯希和，2024年份额分别为13.9%/4.3%/3.1%/3.8%，2025前三季度份额分别为10.2%/5.9%/5.0%/4.0%；国际品牌中北面份额领先，2025前三季度份额3.5%排名第六，2024全年份额5.6%排名第二，北面冬季服饰有较强竞争优势，每年四季度销售占比均较高。从份额变化来看，25Q3相较23Q1，凯乐石、伯希和、拓路者有明显的份额提升。
- 2) 冲锋衣：冲锋衣电商渠道头部品牌份额更加集中，2024年/2025前三季度前14大品牌份额分别75%/77%，其中7个为国产品牌，2025前三季度份额为54%。前三大均为国产品牌，分别为骆驼/伯希和/凯乐石，2024年份额分别为29.6%/9.6%/4.2%，2025前三季度份额分别为25.3%/10.0%/9.6%；国际品牌中同样是北面份额领先，2025前三季度份额9.2%排名第四，2024全年份额10.5%排名第二。

图：三平台户外鞋服及冲锋衣品牌份额变化

户外鞋服	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
骆驼	12.0%	6.1%	14.3%	20.7%	16.9%	6.4%	14.5%	17.6%	12.9%	6.3%	12.8%
凯乐石	1.8%	1.2%	1.6%	1.7%	3.0%	1.9%	2.9%	4.1%	6.3%	4.4%	4.7%
伯希和	1.6%	1.0%	2.2%	3.5%	3.5%	1.7%	4.1%	5.3%	4.8%	2.9%	4.7%
北面	6.7%	3.2%	4.0%	9.9%	6.2%	3.2%	3.7%	7.8%	4.6%	2.9%	3.0%
可隆	2.0%	0.8%	1.3%	2.1%	2.3%	1.4%	1.7%	2.5%	3.6%	2.4%	2.5%
蕉下	5.0%	12.0%	7.3%	0.7%	3.9%	9.3%	5.2%	0.6%	3.1%	8.1%	5.7%
始祖鸟	2.9%	1.4%	2.2%	2.2%	3.2%	2.0%	3.1%	2.5%	3.8%	3.1%	3.8%
哥伦比亚	2.4%	1.2%	1.5%	3.2%	2.1%	1.2%	1.7%	2.7%	2.2%	1.1%	1.2%
迪卡侬	1.3%	1.0%	1.2%	1.8%	1.9%	1.2%	1.4%	1.7%	1.7%	1.9%	1.6%
拓路者	0.0%	0.1%	0.3%	0.7%	0.9%	1.0%	1.8%	1.9%	1.7%	1.1%	1.9%
探路者	2.0%	0.7%	1.0%	1.9%	1.1%	0.7%	1.2%	1.6%	1.2%	0.6%	0.8%

冲锋衣	23Q1	23Q2	23Q3	23Q4	24Q1	24Q2	24Q3	24Q4	25Q1	25Q2	25Q3
骆驼	44.2%	44.2%	42.1%	34.8%	35.2%	26.6%	32.0%	27.5%	24.3%	22.0%	32.4%
伯希和	3.6%	3.9%	5.5%	6.7%	7.6%	7.8%	10.0%	10.3%	9.9%	10.1%	10.3%
凯乐石	2.9%	6.2%	2.5%	2.0%	4.6%	8.8%	4.4%	3.3%	8.4%	12.1%	9.4%
北面	7.4%	7.3%	6.9%	12.5%	12.3%	14.4%	6.4%	11.0%	9.4%	9.8%	7.9%
拓路者	0.1%	0.0%	1.0%	1.6%	2.8%	6.6%	4.7%	4.2%	4.5%	5.4%	5.0%
迪卡侬	1.2%	1.5%	1.2%	1.9%	2.5%	3.9%	1.4%	1.9%	2.1%	3.4%	1.6%
熊猫	0.1%	0.2%	0.6%	0.3%	0.6%	0.8%	1.4%	0.3%	0.7%	1.2%	0.8%
哥伦比亚	3.2%	2.9%	1.3%	2.8%	3.2%	3.4%	2.5%	2.8%	4.4%	2.8%	1.6%
可隆	1.5%	0.7%	1.1%	1.0%	1.9%	1.2%	1.6%	1.6%	3.2%	2.6%	2.6%
Jeep	3.0%	1.1%	2.1%	2.6%	2.1%	1.4%	2.5%	2.5%	2.2%	1.4%	1.7%
狼爪	2.8%	2.2%	1.9%	3.0%	1.9%	1.8%	1.9%	2.4%	1.8%	1.6%	0.3%
始祖鸟	0.7%	0.5%	0.9%	0.4%	0.8%	1.7%	1.2%	0.7%	1.3%	2.8%	2.7%
探路者	3.9%	2.1%	1.8%	3.7%	2.3%	1.2%	2.1%	3.2%	2.2%	2.3%	1.1%
安踏	1.0%	1.2%	1.3%	1.4%	1.9%	1.7%	1.7%	2.1%	1.4%	1.4%	0.5%

资料来源：阿里第三方数据、京东第三方数据、抖音第三方数据、国信证券经济研究所整理

六、户外细分趋势：品类和品牌增长出现分化，专业品牌和伯希和增长韧性凸显

• 行业层面，户外服装今年以来增速放缓明显，户外鞋保持较快增速。户外服装在2024年末增速较高（如24年12月达+100%），但进入2025年后增长动能减弱，波动加剧，尤其在4月出现-2%的负增长，虽后续有所反弹，但整体增速放缓，显示市场调整压力；户外鞋靴相对稳健，全年保持正增长，2025年虽然相较2024年增速放缓，但也仍然有30%以上的较快增长。

• 分品牌看：

1) 专业品牌（凯乐石、萨洛蒙、猛犸象、可隆）穿越周期快速增长。凯乐石前期几乎保持100%以上的增速，峰值达+429%（24年12月），25年9月以来即使降速也达到40%以上增速，其增长曲线陡峭且稳定，彰显了在硬核户外人群中的绝对统治力；与之类似的萨洛蒙、猛犸象、可隆等专业品牌也录得了远超行业平均的持续正增长。

2) 伯希和增长韧性突出。全部月份均实现正增长，增速虽有波动，但始终维持在高位，从24年10月的+163%到25年10月的+41%，展现了强大的市场适应性和抗风险能力。是休闲、大众品牌中增速最为稳健的。

3) 大部分大众国牌、部分国际品牌增长乏力甚至萎缩。大众国牌：如骆驼、探路者，增速疲软，频繁陷入负增长（如骆驼在25年2月、8月为-9%；探路者在25年8-10月持续下滑），显示其产品定位不清晰、性价比路线面临挑战。部分国际品牌：如北面、哥伦比亚，增长停滞不前，多次出现负增长，表现平淡无奇。

图：三平台户外品类及品牌月度增速（单位：%）

	品类													
	24M10	24M11	24M12	25M1	25M2	25M3	25M4	25M5	25M6	25M7	25M8	25M9	25M10	
户外服装	83	36	100	96	52	34	-2	15	-7	16	17	-4	19	
户外鞋靴	125	48	68	106	36	46	33	81	24	78	51	32	32	
	品牌													
	24M10	24M11	24M12	25M1	25M2	25M3	25M4	25M5	25M6	25M7	25M8	25M9	25M10	
骆驼	48	6	76	38	-9	8	-6	27	-3	17	-9	-1	39	
北面	10	29	72	60	-1	-22	-27	23	-18	14	-22	-9	5	
伯希和	163	100	205	173	158	57	77	145	56	83	60	5	41	
凯乐石	256	257	429	408	285	102	94	242	115	138	121	41	55	
可隆	167	30	150	278	139	57	47	199	26	120	82	37	18	
哥伦比亚	43	-10	128	94	30	43	-17	31	-13	23	-29	-27	25	
拓路者	404	278	305	285	158	93	4	49	10	30	-11	36	61	
始祖鸟	114	54	110	109	71	73	92	108	3	116	37	2	-14	
迪卡侬	120	32	46	49	16	47	20	113	75	63	35	9	33	
斐乐	527	303	810	394	141	173	45	76	29	129	70	44	127	
龙牙	14	47	75	158	46	39	29	80	39	30	-8	31	93	
鸭鸭	-32	145	303	260	569	-83	-100	-99	-94	-100	680	999	999	
探路者	24	10	110	128	49	42	-36	65	-25	8	-25	-38	-14	
Jeep	77	-10	-2	7	43	116	36	62	12	28	7	7	-14	
高梵	999	539	97	153	16	50	999	999	108	999	195	267	999	
亚瑟士	54	46	127	131	67	32	27	-26	-75	-21	-28	-23	30	
萨洛蒙	320	64	220	137	57	75	2	149	1	59	60	75	30	
添柏岚	119	-25	56	50	-20	40	-3	22	-9	25	-24	-10	9	
海丽汉森	415	79	181	407	278	195	206	256	243	405	216	93	68	
艾高	75	9	99	169	62	35	12	59	-2	7	-1	-33	-34	
安踏	98	79	75	52	-4	-18	-35	53	-23	-13	-58	-49	-25	
蕉下	33	3	69	41	49	18	7	-21	0	23	33	16	25	
迪桑特	999	44	146	311	335	196	46	107	29	12	-32	-65	-43	
猛犸象	437	218	271	334	70	175	113	214	168	40	23	88	24	

资料来源：阿里第三方数据、京东第三方数据、抖音第三方数据、国信证券经济研究所整理

七、户外趋势展望：专业定位提升潜力最大，高端定位稳定性好于大众休闲

我国户外鞋服行业经历了2021年以来的野蛮增长后，未来增长预计将有所分化，专业产品更具增长潜力：

1) 专业产品规模=户外运动参与人次*消费频次*单价，均有提升空间。

①参与人次：户外运动渗透率仍较低，总参与人次仍有提升空间，例如根据天猫统计，越野跑人群仅占有所有跑步人群的7%；若将马拉松跑者认为是进阶至专业跑者，2023年马拉松比赛参与人数605万人，而越野跑赛事参与人数仅6.8万人，近乎是马拉松跑者的1/10；同时由于越野跑鞋具备防水、缓震、抓地等功能，除了适合户外运动外也适合户外游玩出行。

②消费频次/单价：消费频次和单价伴随跑者的专业度提升而提升，从入门跑者-轻度跑者-重度跑者-专业跑者，各层级人数呈金字塔状分布，同时每个圈层跑者随参与时间拉长都在向下一圈层进阶。越野跑鞋为易耗品，路跑鞋一般使用寿命在300-800公里，越野跑鞋在300-500公里，根据ITRA调研统计，83%以上的跑者每年使用越野跑鞋≥2双，每年购买装备投资在200-600欧元。根据天猫统计，越野跑用户年均淘宝消费在1800元以上，远高于其他跑步用户，购买新品比例超过40%。

2) 休闲产品规模：高端休闲产品仍具社交属性，大众休闲产品有时尚周期。

①高端品牌：如始祖鸟、迪桑特、可隆，除专业户外使用场景外，基于品牌知名度，具有社交属性、身份象征；且在一定的会员体量积累基础上，会员复购率较高，具备稳定的基本盘。

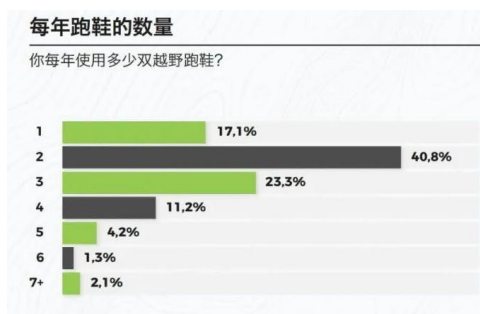
②大众品牌：伴随始祖鸟的火爆和破圈，带来了冲锋衣、工装风穿搭的时尚风潮，而始祖鸟由于价格较高，平替产品享受到这波户外潮红利。而时尚周期不断轮动，未来若风潮过去，日常通勤穿搭客户预计流失。

图：跑步圈层人群划分



资料来源：淘宝天猫运动户外、国信证券经济研究所整理

图：越野跑者每年跑鞋数量



资料来源：ITRA、国信证券经济研究所整理

图：越野跑用户淘系购买特征

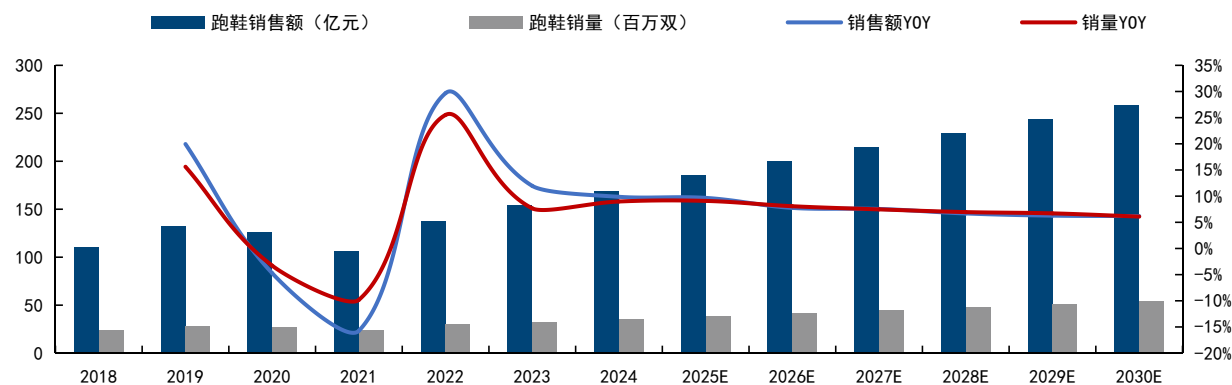


资料来源：淘宝天猫运动户外、国信证券经济研究所整理

七、户外趋势展望：专业定位提升潜力最大，高端定位稳定性好于大众休闲

- 越野跑人群占跑步人群比例仅7%，消费频次高单价贵，未来伴随人群进阶、量价均有较大驱动力
- 消费者画像：根据消费者穿着需求场景，分为轻度跑者(入门跑者)-健身跑(规律运动)-专业跑-越野跑，人群占比大约是33%/36%/24%/7%；消费频次和单价伴随跑者的专业度提升而提升，从入门跑者-轻度跑者-重度跑者-专业跑者，各层级人数呈金字塔状分布，同时每个圈层跑者随参与时间拉长都在向下一圈层进阶。
- 假设条件：1) 在消费者类型占比基础上加入购买频次系数，作为不同需求的跑鞋销量占比；2) 不同需求跑鞋件单价亦有差异，越专业的产品价格越贵。
- 需求占比测算：2024年轻度跑/健身跑/专业跑/越野跑，销量角度占比分别为25%/27%/36%/13%；销售额角度，占比分别为16%/25%/41%/18%。未来预计伴随跑步人群逐步进阶，专业跑、越野跑人群占比逐渐提升，从人群规模、消费频次、客单价角度均有驱动力，未来三年跑鞋市场整体销售额预计复合增速在10%，其中越野跑鞋增速最快预计达20%。

图：我国跑鞋销售额/销量规模



资料来源：Statista、国信证券经济研究所整理

图：跑鞋/越野跑鞋规模测算（按需求划分）

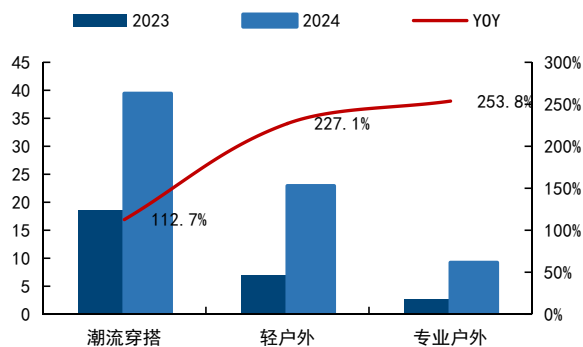
	2023	2024	2025E	2026E	2027E
数额					
量 (百万双)					
轻度跑	8.81	8.64	8.41	8.03	7.54
健身跑	8.56	9.42	10.37	11.30	12.25
专业跑	11.26	12.56	14.01	15.47	16.96
越野跑	3.67	4.58	5.61	6.69	7.85
合计	32.30	35.20	38.40	41.50	44.60
单价 (元)					
轻度跑	363.24	343.29	343.29	343.29	343.29
健身跑	500.00	500.00	500.00	500.00	500.00
专业跑	600.00	600.00	600.00	600.00	600.00
越野跑	720.00	720.00	720.00	720.00	720.00
合计	522.55	525.86	534.30	542.43	550.27
金额 (亿元)					
轻度跑	32.00	29.65	28.87	27.57	25.88
健身跑	42.82	47.11	51.85	56.52	61.25
专业跑	67.54	75.37	84.09	92.82	101.76
越野跑	26.43	32.98	40.36	48.19	56.54
合计	168.78	185.10	205.17	225.11	245.42
占比					
人群					
轻度跑	36%	33%	30%	27%	24%
健身跑	35%	36%	37%	38%	39%
专业跑	23%	24%	25%	26%	27%
越野跑	6%	7%	8%	9%	10%
合计	100%	100%	100%	100%	100%
量 (百万双)					
轻度跑	27%	25%	22%	19%	17%
健身跑	27%	27%	27%	27%	27%
专业跑	35%	36%	36%	37%	38%
越野跑	11%	13%	15%	16%	18%
合计	100%	100%	100%	100%	100%
金额 (亿元)					
轻度跑	19%	16%	14%	12%	11%
健身跑	25%	25%	25%	25%	25%
专业跑	40%	41%	41%	41%	41%
越野跑	16%	18%	20%	21%	23%
合计	100%	100%	100%	100%	100%
YOY					
量 (百万双)					
轻度跑		-2.0%	-2.6%	-4.5%	-6.2%
健身跑		10.0%	10.1%	9.0%	8.4%
专业跑		11.6%	11.6%	10.4%	9.6%
越野跑		24.8%	22.4%	19.4%	17.3%
合计		9.0%	9.1%	8.1%	7.5%
金额 (亿元)					
轻度跑		-7.3%	-2.6%	-4.5%	-6.2%
健身跑		10.0%	10.1%	9.0%	8.4%
专业跑		11.6%	11.6%	10.4%	9.6%
越野跑		24.8%	22.4%	19.4%	17.3%
合计		9.7%	10.8%	9.7%	9.0%

资料来源：淘宝天猫运动户外、Statista、国信证券经济研究所整理

七、户外趋势展望：专业定位提升潜力最大，高端定位稳定性好于大众休闲

- 专业户外需求预计占冲锋衣总销售额的一半以上，且未来占比将进一步提升，系冲锋衣未来销售增长的主要驱动力
- 消费者画像：由于休闲穿搭主要涉及冲锋衣产品，我们将冲锋衣的消费者画像划分为**潮流穿搭、轻户外、专业户外**，根据艺恩数据统计，2024年三类用户社媒声量规模占比分别约为55%/32%/13%，增速来看，专业户外>轻户外>潮流穿搭。
- 假设条件：1) 在消费者类型占比基础上加入购买频次系数，作为不同需求的冲锋衣销量占比；2) 不同需求冲锋衣件单价亦有差异，越专业的产品价格越贵。
- 需求占比测算：由于潮流穿搭用户购买频次及金额较低，故购买量和金额的占比实际远低于人数占比。2024年销量角度，潮流穿搭/轻户外/专业户外占比分别为35%/41%/24%；销售额角度，潮流穿搭/轻户外/专业户外占比分别为7%/37%/56%。未来预计专业户外需求占比将进一步提升，轻户外需求稳定，而潮流穿搭需求将缩减。主要靠专业户外、轻户外产品的增长带动，冲锋衣未来三年复合增速仍有望保持在17%以上。

图：冲锋衣消费者类型分布（声量规模绝对值/增速）



资料来源：艺恩数据、国信证券经济研究所整理

图：冲锋衣规模测算（按需求划分）

	2023	2024	2025E	2026E	2027E
数量（百万件）					
潮流穿搭	20.99	18.03	15.75	13.96	12.52
轻户外	15.86	20.96	26.35	31.78	37.01
专业户外	8.84	12.63	16.97	21.64	26.39
合计	45.69	51.63	59.08	67.37	75.92
单价（元）					
潮流穿搭	200.00	170.00	156.40	145.14	135.73
轻户外	800.00	750.00	707.81	671.98	641.36
专业户外	2,015.35	1,892.81	1,789.23	1,701.11	1,625.71
合计	759.50	827.04	871.48	893.36	900.13
金额（亿元）					
潮流穿搭	41.97	30.66	24.63	20.26	17.00
轻户外	126.91	157.22	186.54	213.54	237.36
专业户外	178.12	239.12	303.67	368.05	429.06
合计	347.00	427.00	514.85	601.85	683.42
占比					
人群					
潮流穿搭	65.9%	55.1%	-	-	-
轻户外	24.9%	32.0%	-	-	-
专业户外	9.2%	12.9%	-	-	-
合计	100.0%	100.0%	-	-	-
量（百万件）					
潮流穿搭	45.9%	34.9%	26.7%	20.7%	16.5%
轻户外	34.7%	40.6%	44.6%	47.2%	48.7%
专业户外	19.3%	24.5%	28.7%	32.1%	34.8%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
金额（亿元）					
潮流穿搭	12.1%	7.2%	4.8%	3.4%	2.5%
轻户外	36.6%	36.8%	36.2%	35.5%	34.7%
专业户外	51.3%	56.0%	59.0%	61.2%	62.8%
合计	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%	100.0%
YOY					
量（百万件）					
潮流穿搭		-14.1%	-12.7%	-11.4%	-10.3%
轻户外		32.1%	25.7%	20.6%	16.5%
专业户外		42.9%	34.3%	27.5%	22.0%
合计		13.0%	14.4%	14.0%	12.7%
单价（元）					
潮流穿搭		-15.0%	-8.0%	-7.2%	-6.5%
轻户外		-6.3%	-5.6%	-5.1%	-4.6%
专业户外		-6.1%	-5.5%	-4.9%	-4.4%
合计		8.9%	5.4%	2.5%	0.8%
金额（亿元）					
潮流穿搭		-27.0%	-19.6%	-17.8%	-16.1%
轻户外		23.9%	18.6%	14.5%	11.2%
专业户外		34.2%	27.0%	21.2%	16.6%
合计		23.1%	20.6%	16.9%	13.6%

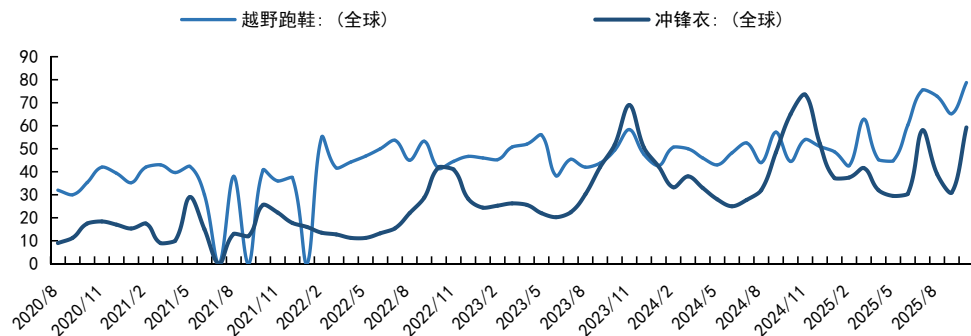
资料来源：伯希和招股书、弗若斯特沙利文、艺恩数据、国信证券经济研究所整理

七、户外趋势展望：越野跑鞋接力冲锋衣成为热度上升最快品类

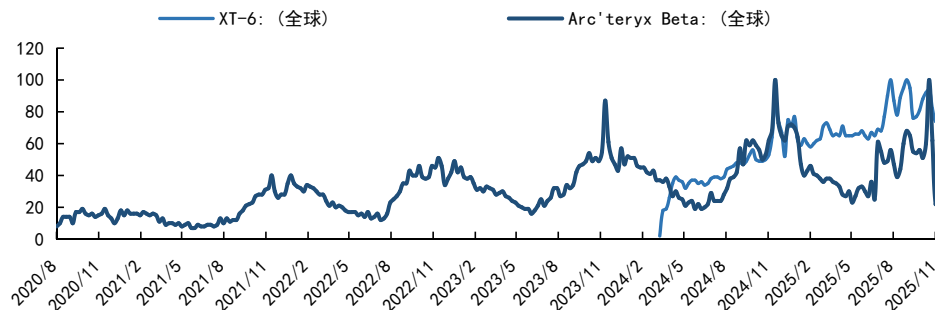
分品类看，越野跑鞋有望接棒冲锋衣，成为下一个户外行业增速最快品类。

- 全球维度，从Google Trends全球消费者搜索指数来看，冲锋衣在2023/2024年11月有明显的热度上升，2025年10月热度再次有上升势头。2025年越野跑鞋热度显著超过冲锋衣，且越野跑鞋热度较前几年进一步向上；分品牌看，2025年越野跑鞋品牌萨洛蒙成为户外龙头品牌中最热品牌，HOKA热度也持续向上，8月至今和萨洛蒙热度相当；分产品系列看，萨洛蒙的核心产品XT-6，在2025年热度超过始祖鸟的冲锋衣核心系列BETA系列热度。

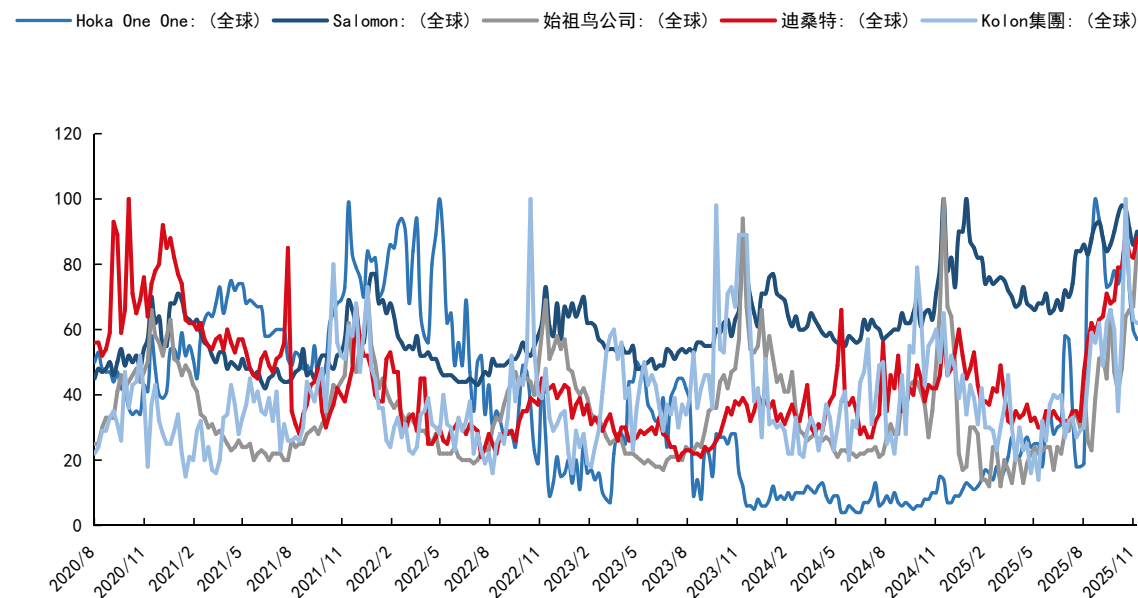
图：Google Trends（分品类）



图：Google Trends（分产品）



图：Google Trends（分品牌）

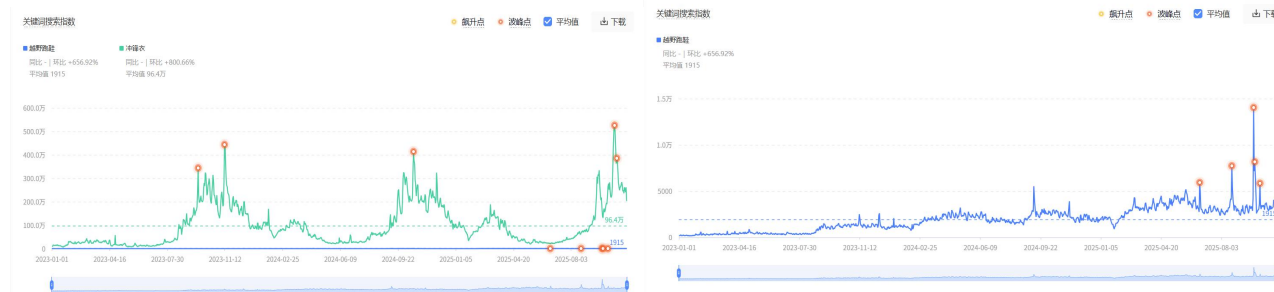


资料来源：Google Trends、国信证券经济研究所整理

七、户外趋势展望：越野跑鞋接力冲锋衣成为热度上升最快品类

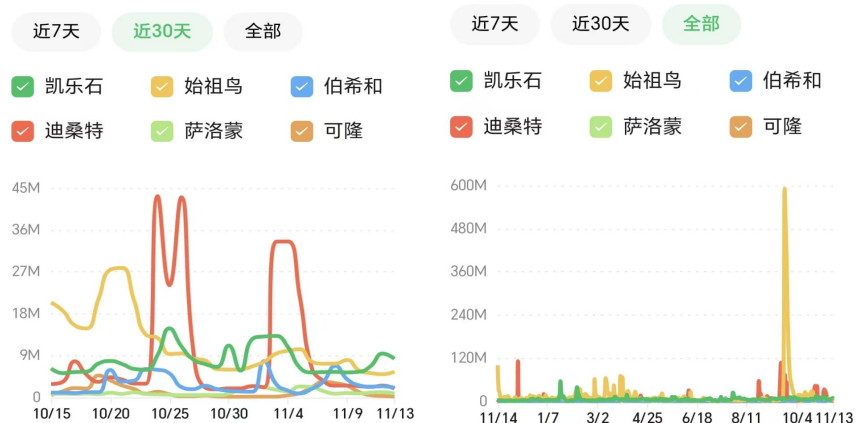
- 中国区域，根据巨量算数，越野跑鞋品类虽然整体热度远低于冲锋衣品类，但2025年热度呈现明显的上升态势；分品牌看，始祖鸟热度始终最高，但2025年以来凯乐石和萨洛蒙同比增速最快，均超120%。
- 根据微信搜索指数，近一年始祖鸟热度领先，近30天内迪桑特热度领先。

图：冲锋衣/越野跑鞋巨量算数指数（2023~2025）



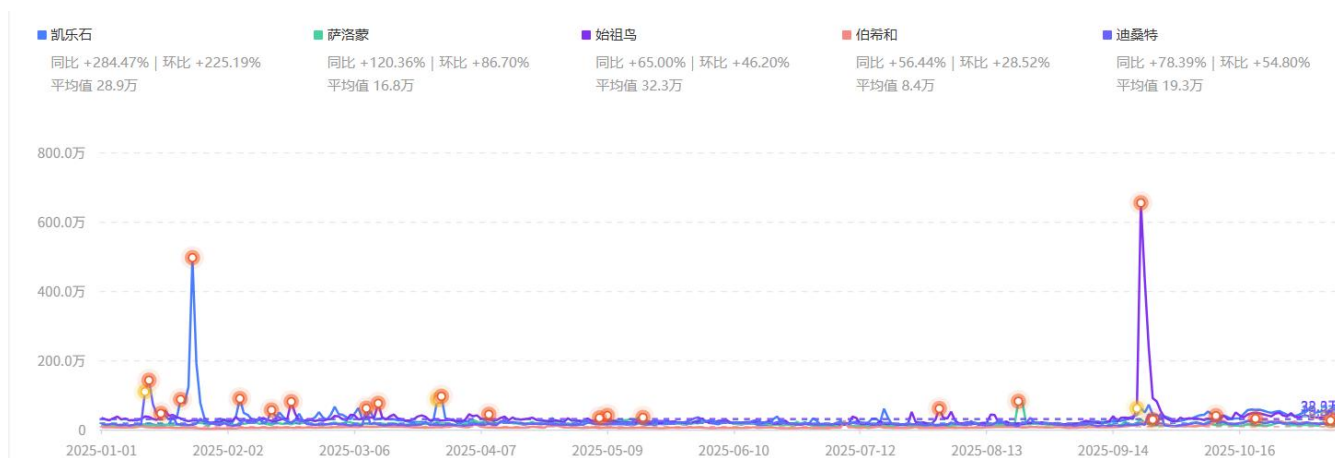
资料来源：巨量算数、国信证券经济研究所整理

图：分品牌微信搜索指数（近30天/近一年）



资料来源：微信指数、国信证券经济研究所整理

图：分品牌巨量算数指数（2025）



资料来源：巨量算数、国信证券经济研究所整理

03

2026主线二：好产品驱动新需求，挖掘万亿红海市场中的破局者

一、家纺睡眠经济兴起，电商爆品逻辑奏效

2024年以来，家纺行业增长逻辑发生变革。此前行业增速长期较缓、销售主体以被子和套件为主，行业格局呈现大行业小公司，家纺龙头市占率低但地位稳定，销售基本盘主要依托线下渠道和高粘性老客复购。

亚朵的加入为行业增添新增长活力，以亚朵深睡枕为起点，家纺大单品成为品牌重要增长引擎。本轮增长主要基于需求端消费者对于睡眠健康的重视、品牌营销端对消费者痛点的切中，以及亚朵作为新入局者依靠独特的资源禀赋通过“场景体验x流量转化x品牌信任”打造了行业爆品；随后传统家纺龙头积极应对，尤其罗莱和水星快速跟进枕头的潮流趋势，并推出床笠、被子等其他大单品，增量贡献明显。

分品牌看：

- **亚朵：**深睡枕PRO与“枕——被”年迭代的大单品体系已形成全国级爆品矩阵，规模和增速均领先同业：2024年零售GMV约25.9亿元、线上占比超90%，其中枕头销量2024年达380万+、单品GMV10亿元+，成为行业第一，2025年618枕头增速由Q1不足30%迅速提速至翻倍，零售整体同比80%+，延续高景气。
- **罗莱生活：**大单品追赶势头明显，系家纺龙头中最先跟进于24.9月推出深睡枕，今年三季度又推出无痕床笠；25H1深睡枕推动枕芯收入同比+56%至1.51亿元，单品销量与毛利率修复双改善，线上渠道增速在Q3显著领先，进入“以点带面”的良性周期。
- **水星家纺：**以“人体工学枕+雪糕被”构建大单品双引擎，2025年上半年两款单品销售快速放量，销售额分别达到约5000/8000万元，验证“被芯心智+性价比+强电商”的打法，叠加记忆枕与夏被在三大平台的高增，成为爆品化进程最快的家纺龙头之一。
- **富安娜：**尚未形成规模级爆品，2024-25年经营更注重稳健与利润率；已明确跟进“记忆棉枕/床笠”等单爆品思路，计划在2026年推出，但当前线上增速与枕芯品类表现仍偏弱，短期以渠道与现金回报为主。

一、家纺睡眠经济兴起，电商爆品逻辑奏效

表：家纺品牌大单品矩阵

品牌	当前爆品/大单品	产品思路/打法	销售体量	渠道与定位	产品图示	
亚朵	深睡枕PRO；深睡控温被/夏凉被PR02.0	单一品牌-多品类-大单品年迭代；“酒店+零售”场景化，房型即卖场，沉浸式体验驱动转化；会员与内容平台联动放大口碑裂变。	2024零售GMV约25.9亿元(同比+128%)；线上占比超90%；枕头销量2024年380万+；枕头单品GMV10亿元+。	线上重、内容强、体验深；抖音/小红书声量高、酒店试睡转化。		
水星家纺	人体工学枕；雪糕被5.0/5.0Pro	“好被芯选水星”+大单品战略；科技功能+性价比；电商优先与兴趣电商种草并行。	2025年推出人体工学枕和雪糕被，25H1人体工学枕/雪糕被销售额分别约5000/8000万元。	线上收入占比55%（2024）；性价比定位、认证背书（IGR等）、投放强化，渠道效率高。		
罗莱生活	零压深睡枕；无痕安睡床笠	大单品策略+控折扣提毛利；线上制造声量、线下提质扩张；超柔研究与产品矩阵支撑。	25H1枕芯收入1.51亿元(+56%)，增量基本由深睡枕贡献；深睡枕24.9月推出，截至25.10月累计销量53.8万只；床笠25.6月推出在第三季度销量5.2万条。	线上恢复与直营稳健并进；以大单品为抓手，产品力+价格体系管理驱动毛利修复。		
富安娜	尚未形成规模级爆品（跟进记忆棉枕/床笠/床垫等，拟于2026年推出单爆品尝试）	艺术家纺心智、注重利润率与稳健经营；对爆品模式保持跟踪、逐步尝试。	上半年核心品类均出现下滑。套件、被芯、枕芯收入分别同比下降21.6%/13.3%/14.7%	渠道结构均衡、现金回报突出；短期更关注经营韧性与库存健康度。		

资料来源：公司公告、公司官网、国信证券经济研究所整理

一、家纺睡眠经济兴起，电商爆品逻辑奏效

2023年以来亚朵凭借深睡枕爆品份额快速提升。此前枕头竞争格局分散，亚朵加入后快速将份额集中，根据天猫、京东、抖音三平台数据，亚朵凭借深睡枕PRO带动枕头销售额快速提升，从2021年仅0.7%的份额（排名第7），到2023年跃升到12.7%（排名第1），并连续三年位列第一，2024年及2025年至今，份额维持在24%左右；水星家纺枕头份额近年来相对稳定，在2.5%~3.5%左右，排名位列前三；罗莱2023年枕头份额被明显稀释，但是随着2024年深睡枕的推出，份额重回1.4%以上；富安娜枕头份额2023年以来逐年下降。

图：电商三平台其他枕头品牌份额及排名

	份额					排名				
	2021	2022	2023	2024	2025YTD	2021	2022	2023	2024	2025YTD
亚朵星球	0.7%	1.5%	12.7%	24.2%	23.5%	7	5	1	1	1
水星家纺	2.8%	3.5%	2.5%	3.5%	3.5%	1	1	2	3	2
洁丽雅	0.9%	1.3%	2.1%	3.6%	3.3%	6	6	3	2	3
FlixSleeps	0.0%	0.2%	1.3%	2.1%	2.0%	13	10	7	4	4
海澜之家	0.0%	0.1%	0.3%	1.4%	1.5%	10	11	11	7	5
北极绒	0.5%	0.2%	0.1%	0.7%	1.5%	8	9	12	10	6
罗莱家纺	1.3%	1.8%	0.9%	1.4%	1.4%	4	4	8	6	7
富安娜	2.4%	2.6%	1.9%	1.5%	1.3%	2	2	4	5	8
梦百合	1.3%	0.9%	0.6%	0.7%	1.3%	5	7	10	11	9
棉蒲				0.4%	1.2%				12	10
零点记忆	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.2%	11	13	13	15	11
优尼朵				0.0%	1.2%				14	12
康尔馨	2.0%	1.8%	1.4%	0.9%	1.1%	3	3	6	9	13
蓝盒子	0.1%	0.1%	0.7%	0.3%	1.0%	9	12	9	13	14
埃尔维卡	0.0%	0.4%	1.8%	1.3%	0.9%	12	8	5	8	15

资料来源：阿里第三方数据、京东第三方数据、抖音第三方数据、国信证券经济研究所整理

一、家纺睡眠经济兴起，电商爆品逻辑奏效

2024年以来亚朵被子补强带动化纤被份额增长。除枕头外，亚朵进一步推出夏凉被大单品，2024-2025年在电商平台化纤被品类又成为行业第一。化纤被同样此前份额较为分散，2023年之前南极人、水星份额相对较高，亚朵的加入主要稀释了南极人品牌的份额，水星通过“雪糕被”的推出稳定住了份额。

图：电商三平台化纤被品牌份额及排名

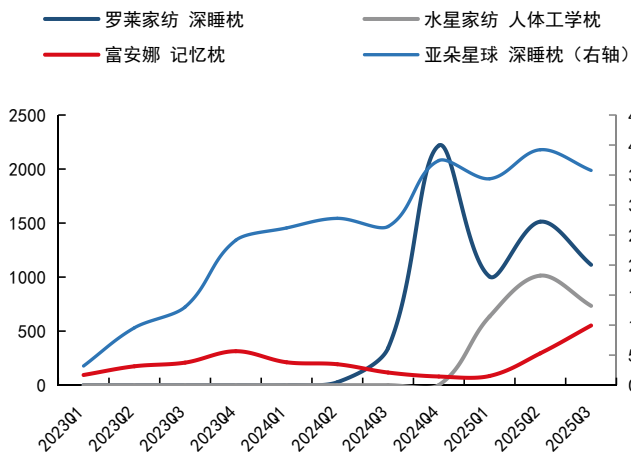
	份额					排名				
	2021	2022	2023	2024	2025YTD	2021	2022	2023	2024	2025YTD
亚朵星球	0.0%	0.0%	0.7%	5.6%	10.6%	13	14	11	1	1
水星家纺	7.7%	7.3%	4.3%	4.2%	4.4%	2	2	2	2	2
春秋故事		0.4%	4.6%	4.1%	3.2%		9	1	3	3
雅鹿	0.7%	1.2%	0.9%	1.7%	2.7%	7	7	10	9	4
洁丽雅	0.8%	1.7%	1.3%	2.3%	2.4%	6	6	7	5	5
浪莎	0.1%	0.3%	1.3%	2.2%	2.0%	9	10	6	7	6
南极人	12.5%	8.6%	4.1%	2.6%	1.8%	1	1	3	4	7
猫人	0.0%	0.1%	1.3%	2.3%	1.7%	12	12	8	6	8
海澜之家	0.1%	0.2%	0.5%	1.2%	1.4%	8	11	13	11	9
富安娜	2.0%	2.3%	1.9%	1.9%	1.3%	4	4	5	8	10
无印良品	0.0%	0.0%	0.1%	0.2%	1.2%	11	13	15	15	11
罗莱家纺	2.4%	2.6%	1.9%	1.6%	1.2%	3	3	4	10	12
网易严选	0.1%	0.6%	0.5%	0.7%	1.1%	10	8	12	13	13
维尼熊			0.2%	0.7%	1.0%			14	14	14
博洋	1.9%	1.7%	1.0%	1.0%	0.8%	5	5	9	12	15

资料来源：阿里第三方数据、京东第三方数据、抖音第三方数据、国信证券经济研究所整理

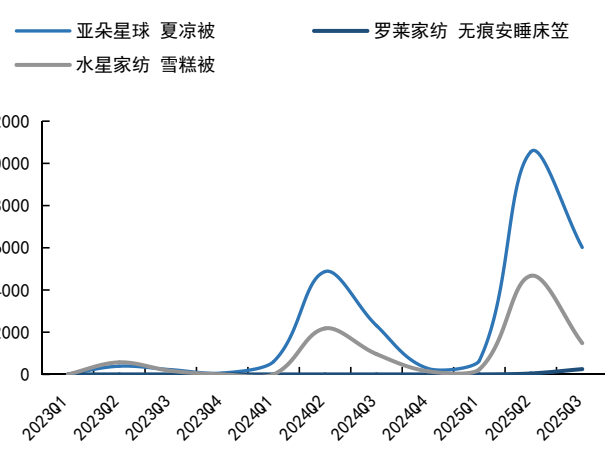
一、家纺睡眠经济兴起，电商爆品逻辑奏效

- 枕头品类：**根据电商三平台数据，亚朵深睡枕销售额遥遥领先，2025年各季度销售额达到3.5亿元左右，2024年全年销售额11.8亿元，2025年前三季度销售额10.9亿元，较去年前三季度同比+36%；罗莱深睡枕追赶迅速，从2024Q3起量销售342万元，随后从2024Q4-2025Q3每个季度销售额均在1000万元以上；水星人体工学枕今年推出后，每个季度销售额在600~1000万元；富安娜记忆枕在2025Q2-Q3开始放量，分别达到294/552万元。从均价来看，罗莱（400+）>亚朵（400左右）>水星（300左右）>富安娜（200左右）。
- 被子/床笠：**亚朵夏凉被在2024和2025年的Q2、Q3都取得不错的表现，2025Q2-Q3销售额达1.66亿元（同比+131%）；水星雪糕被也有较好表现，2025Q2-Q3销售额0.62亿元（同比+96%）；罗莱无痕床笠三季度推出后快速起量，25Q3销售251万元。从均价来看，罗莱无痕床笠单价较高在1000元以上，亚朵夏凉被今年均价在400元左右，水星雪糕被接近300元。

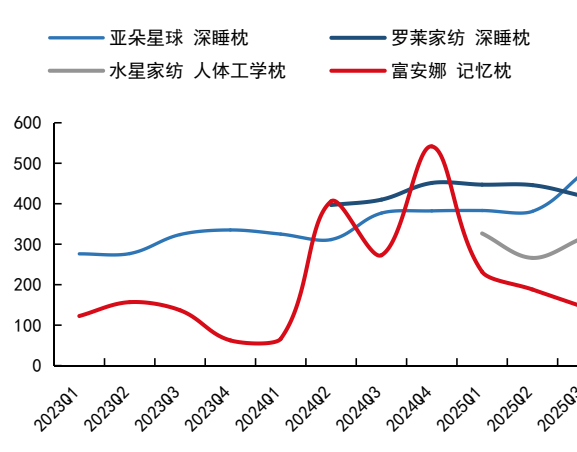
图：电商三平台家纺品牌枕头大单品销售额（万元）



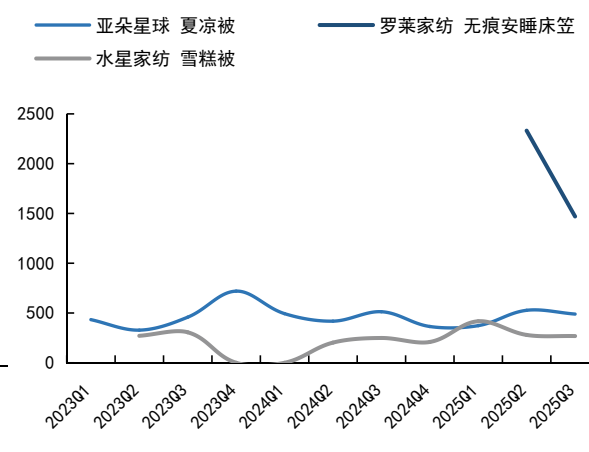
图：电商三平台家纺品牌被子床笠大单品销售额（万元）



图：电商三平台家纺品牌枕头大单品均价（元）



图：电商三平台家纺品牌被子床笠大单品均价（元）



资料来源：阿里第三方数据、京东第三方数据、抖音第三方数据、国信证券经济研究所整理

二、全棉时代“品牌向上”策略下爆品持续涌现

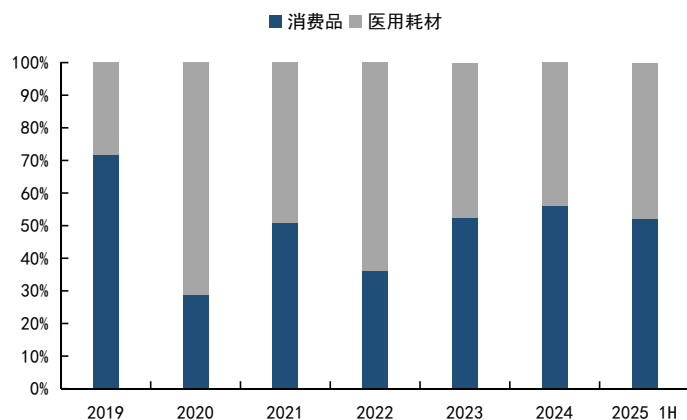
公司消费品业务依托“Purcotton全棉时代”品牌，提供以100%优质天然棉为核心原材料的日用消费品，覆盖母婴护理、女性护理、个人护理、家庭护理、家纺服饰等多个领域。核心技术为全棉水刺无纺布工艺，并在此基础上研发了Cotton Tech六大科技（柔软、透气、保暖、凉感、防晒、抗菌）。

收入方面，2019年公司消费品业务收入远大于医疗业务收入，而在2020-2022年疫情反复影响下，公司消费品业务收入落后于医疗业务。在疫情管控放开后的2023年，消费品业务迎来增长，2025上半年实现收入27.5亿元，同比增长20.3%，占整体收入的52.2%。

盈利方面，2019年公司消费品业务毛利率51.6%，2020年-2022年在疫情影响下公司消费品业务毛利率、经营利润率存在小幅下滑，毛利率下滑2.4%至52.8%，经营利润率下滑2.9%至9.8%，2023年疫情防控政策放开后，消费品业务毛利率和经营利润率回升，2024年消费品业务毛利率和经营利润率分别为55.9%和12.1%，2025年上半年消费品业务毛利率和经营利润率分别为58.6%和14.0%

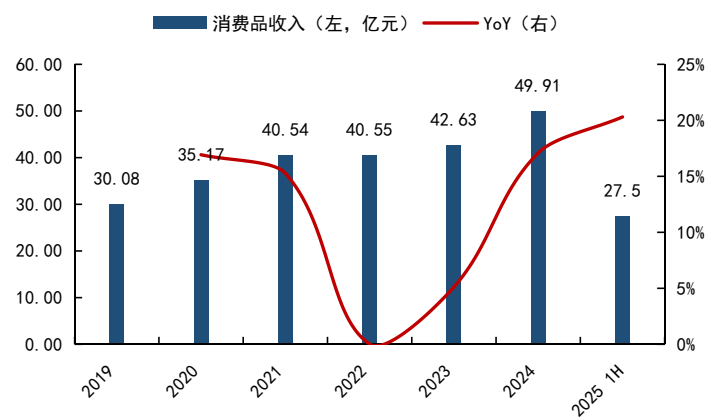
结构方面，2024年公司消费品收入按产品分为无纺布品（26.1亿）和有纺品（23.8亿），占消费品收入比例约为52.4%和47.6%，渠道中线上和线下收入比例约为61.5%和38.5%。

图：2019-2025H1公司业务占比



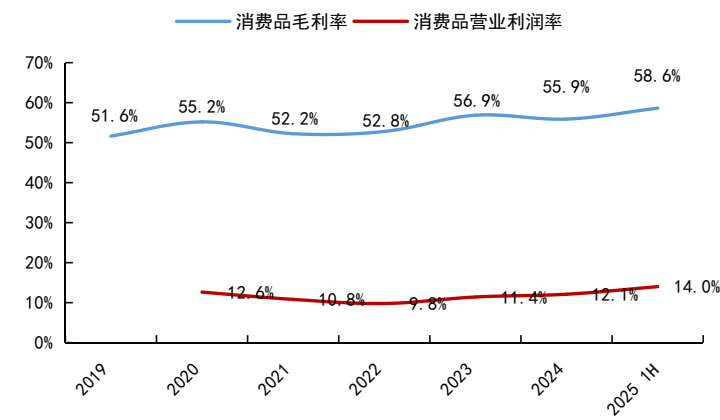
资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：2019-2025H1消费业务收入与增速



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：2019-2024消费业务毛利率、营业利润率变化

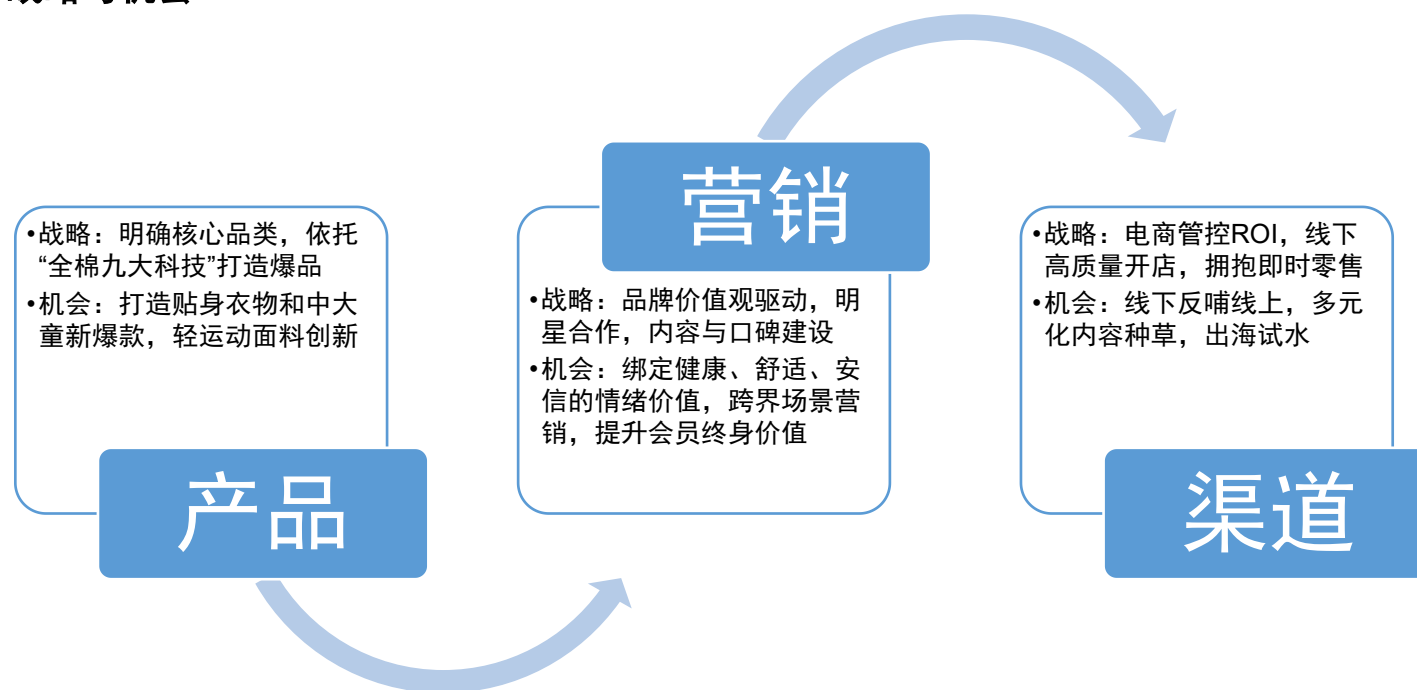


资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

二、全棉时代“品牌向上”策略下爆品持续涌现

疫情后，除了企业经营环境得到恢复，消费者需求的变化也契合了全棉时代品牌的定位方向。面对万亿消费市场和众多竞对品牌，公司以健康材质为核心卖点，在当下低质产品“内卷”的时代中迎合了消费者对好产品的向往。然而“好产品”更需好的推广策略，公司确立“品牌向上”战略，聚焦核心品类、主动营销破圈、渠道优化调整的助推下，全棉时代、奈丝公主品牌在近一年谨慎的消费环境中逆势快速成长，初步展现了战略转型的成效。未来围绕核心品类集中火力打造爆品，撬动多元化渠道增长杠杆，公司在广阔的消费市场中仍有较大的份额提升空间和增长动力。

图：公司消费品业务战略与机会



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

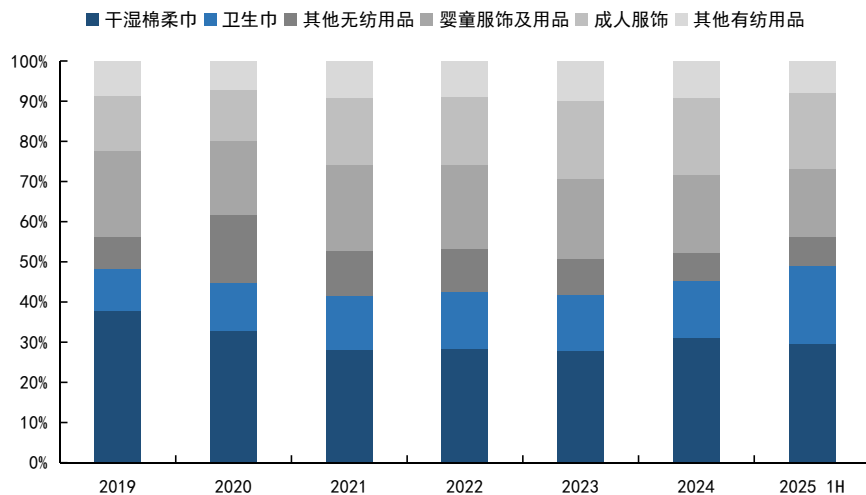
二、全棉时代“品牌向上”策略下爆品持续涌现

产品结构：棉柔巾占比最高，卫生巾利润率领先

分产品看，公司消费品业务主要分为无纺消费品和纺织消费品两大类：

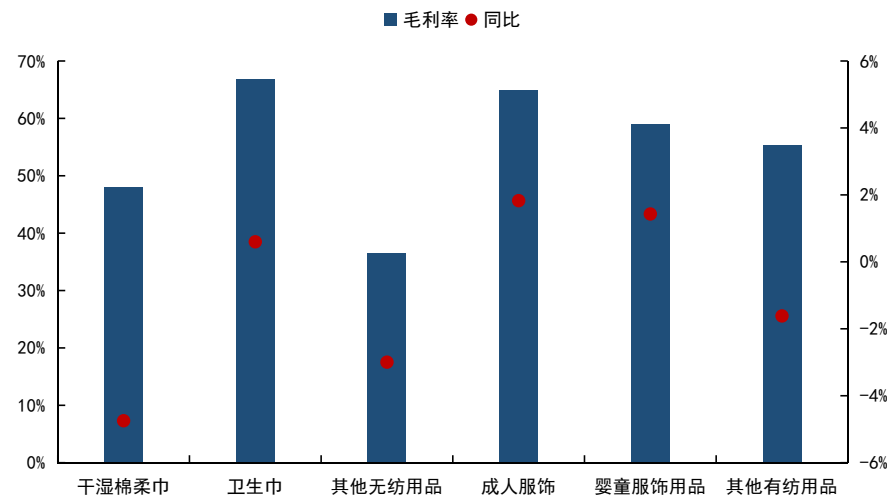
1. 无纺消费品（占52%）主要分为干湿棉柔巾、卫生巾和其他无纺品。干湿棉柔巾目前是占公司消费品业务最大的单一品类（占31%），2024年收入为15.6亿元，毛利率为48.0%；卫生巾（占14%）收入为7.0亿元，毛利率为66.9%，占公司消费品营业收入约14%。无纺品还包括其他无纺品，收入为3.6亿元，毛利率为36.6%。2025年上半年无纺品在卫生巾品牌高增长带动下，占消费品收入比例进一步上升至56.3%，毛利率也同比提升至55.2%。
2. 纺织消费品（占48%）主要分为婴童服饰及用品、成人服饰和其他有纺品。2024年两大服饰类产品体量接近，婴童服饰及用品（占19%）收入为9.6亿元，毛利率为59.0%；成人服饰（占19%）收入为9.6亿元，毛利率为65.0%。有纺品还包括其他有纺品，收入为4.5亿元，毛利率为55.3%。2025年上半年受蛇年生育率下降，童装增速放缓影响，占消费品收入比例下降至43.7%，但毛利率同比提升至63.1%。

图：主要消费品营收占比概况（2019-2025H1）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：2024年主要消费品毛利率变动



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

2026主线二：好产品驱动新需求，挖掘万亿红海市场中的破局者

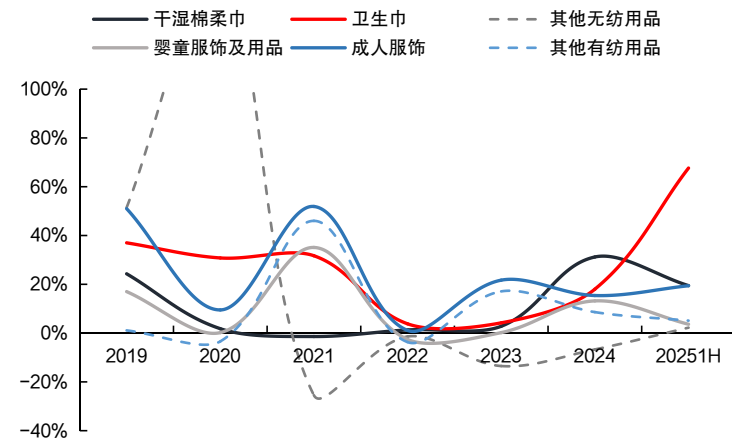
二、全棉时代“品牌向上”策略下爆品持续涌现

产品战略：聚焦四大战略品类并打造多款爆品，纯棉轻户外与家纺或为新品潜力股

全棉时代确立以“棉”为核心、深度聚焦四大战略品类与爆品打造的增长战略，初步取得较好的成绩，2024年以来多个品类增长提速：（1）干湿棉柔巾在2024年取得31%的快速增长，2025年前三季度增长15.7%；（2）卫生巾2024年同比增长18%，其中Q4高达2.4亿元，同比增加35.6%；2025年前三季度同比增长63.9%；（3）成人服饰2024年增长13.2%，2025年前三季度继续增长17.3%。

公司未来将继续集中资源攻坚四大战略品类：棉柔巾、卫生巾、婴童用品（涵盖婴与童）、以及贴身衣物，并为每个品类设定了明确的市场份额目标：力保棉柔巾行业的绝对领导地位（No. 1），推动卫生巾品类进入中国市场前五，将贴身衣物提升至行业前十，并使婴童用品跻身行业前五。

图：主要消费品营收变动（2019-20251H）



资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

图：全棉时代四大战略品和发展目标

棉柔巾目标	卫生巾目标	婴童用品目标	贴身衣物目标
			
保持份额第一	进入中国前5名	进入行业前15	进入行业前10

资料来源：淘宝网、国信证券经济研究所整理

二、全棉时代“品牌向上”策略下爆品持续涌现

重点品类——棉柔巾，好产品+材质教育策略下赢回市场

全棉时代棉柔巾的单片价格在主流的棉柔巾品牌中处于中等区间，但较大的单片尺寸使其具备一定性价比优势。相比于价格竞争，全棉时代棉柔巾更注重品质竞争，其最大差异化在于坚持100%全棉和医护级标准：（1）全棉时代坚持使用100%天然优质棉花，很多其他品牌（尤其非专业母婴品牌）会使用植物纤维/粘胶纤维等，虽然这些材质也能做到柔软，但在亲肤性、天然性、透气性、降解环保性上，100%纯棉更胜一筹，尤其适合新生儿、敏感肌、术后恢复等特殊人群。（2）全棉时代依靠稳健医疗独创的“全棉水刺无纺布”技术及其医疗敷料的生产工艺，对洁净度、安全性、低致敏性做出了较高标准的要求，使棉柔巾达到医护级标准。

表：全棉时代棉柔巾与其他品牌柔巾比较

维度	全棉时代	德祐	Babycare	可心柔	半奈儿
产品样式					
产品名称	全棉时代100%棉洗脸巾婴儿洁面擦脸纸棉柔巾	德祐一次性洗脸巾壁挂式卸妆擦脸巾悬挂干湿两用洁面巾加量绵柔巾	Babycare山茶柔巾婴幼儿童一次性洗脸巾超柔加厚	可心柔棉柔巾婴儿专用干湿两用新生儿宝宝一次性洗脸巾100抽	半奈儿洗脸巾一次性抽取式加厚洁面擦脸巾新生婴儿可用非纯棉柔巾
功能特点	湿敷可用、便携易干、卸妆功能、安全材质、医护级产品、不掉毛不变形、多用途、无添加	纯植物源材亲肤0刺激、擦拭脸蛋、玩具清洗、卸妆/湿敷洗脸、便后屁屁、奶瓶擦拭、日常抹布	干湿两用、宝宝护理、DIY面膜、居家清洁、卸妆卸泥膜	干湿两用、宝宝护理、外出餐桌清洁	湿敷可用、卸妆功能、安全材质、不掉毛不变形、多用途 无添加
价格	9.9	19.2	16.44	9.37	7.35
抽数	70	200	60	100	50
单价	0.14元/片	0.10元/片	0.27元/片	0.09元/片	0.15元/片
成分	100%全棉	100%粘胶纤维	100%粘胶纤维	100%全棉	85%粘胶纤维+15%莱赛尔纤维
单张尺寸	200mm*200mm	150mm*200mm	150mm*200mm	130mm*200mm	200mm*200mm

资料来源：淘宝网、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

二、全棉时代“品牌向上”策略下爆品持续涌现

重点品类——棉柔巾，好产品+材质教育策略下赢回市场

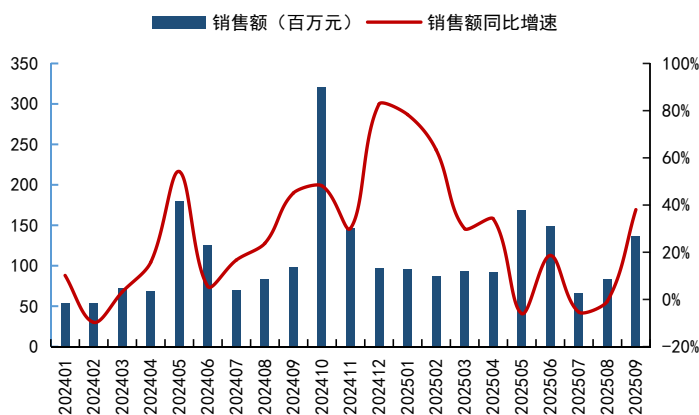
今年材质教育效果显现，棉柔巾收入快速增长，2024年公司干湿棉柔巾收入约15.6亿元，同比增长31.2%，销售量约200亿片，市占率在电商平台15%以上，整体市占率20%以上；2025年上半年公司干湿棉柔巾收入约8.1亿元，同比增长19.5%，市占率在电商平台继续保持15%以上。

从线上份额来看，根据第三方数据，在天猫+京东+抖音三平台，洗脸巾品类保持大约22%以上的高速年化增长，而全棉时代品牌份额从2021年至2023年逐年下滑至12.5%，但2025年前三季度明显回升至15.3%；

从集中度看，在2025年前三季度行业CR5份额43.0%，集中度较高，且较前两年有所上升（2023年CR5 36.8%，2024年CR5 41.8%）。

从品牌排序看，行业近几年基本保持稳定，线上销售额前5名在2022年-2025年一直是全棉时代、德佑、Babycare、可心柔和半奈儿。

图：全棉时代洗脸巾（棉柔巾）电商三大平台销售情况



资料来源：电商平台第三方数据库，国信证券经济研究所整理

图：洗脸巾（棉柔巾）电商三大平台各品牌销售占比

品牌	2022	2023	2024	2025
全棉时代	12.7%	12.5%	15.6%	15.3%
德佑	3.8%	5.9%	7.6%	11.8%
babycare	10.5%	10.2%	9.3%	6.3%
可心柔	2.8%	4.9%	5.9%	5.5%
半奈儿	2.2%	3.3%	3.4%	4.1%
尔木萄	1.1%	2.2%	3.3%	3.0%
维达	0.4%	0.4%	1.0%	3.1%
心相印	0.6%	0.9%	1.4%	2.5%
洁丽雅	2.1%	2.0%	2.3%	1.9%
植护	0.9%	0.9%	1.7%	1.3%

资料来源：电商平台第三方数据库、国信证券经济研究所整理

图：洗脸巾（棉柔巾）电商三大平台各品牌销售增长率

品牌	2022	2023	2024	2025
合计	11.1%	8.8%	4.2%	4.8%
全棉时代	0.9%	7.3%	30.4%	20.7%
德佑	115.3%	71.6%	33.1%	64.6%
babycare	11.8%	5.3%	-5.3%	-33.8%
可心柔	45.2%	87.4%	26.5%	-6.5%
半奈儿	2548.0%	61.0%	8.0%	20.6%
尔木萄	103.9%	115.3%	55.7%	-6.7%
维达	-35.6%	4.7%	189.6%	379.7%
心相印	-19.6%	50.0%	65.6%	95.8%
洁丽雅	-23.5%	5.0%	18.4%	-20.1%
植护	14.9%	14.6%	90.5%	-18.6%

资料来源：电商平台第三方数据库、国信证券经济研究所整理

二、全棉时代“品牌向上”策略下爆品持续涌现

爆品案例一：“超柔乳霜棉柔巾”

公司在婴童棉柔巾产品基础上推出新品“超柔乳霜棉柔巾”，针对用户使用痛点推出品质与体验感显著升级的产品，并在2025年6月加大推广力度后收获显著增长。

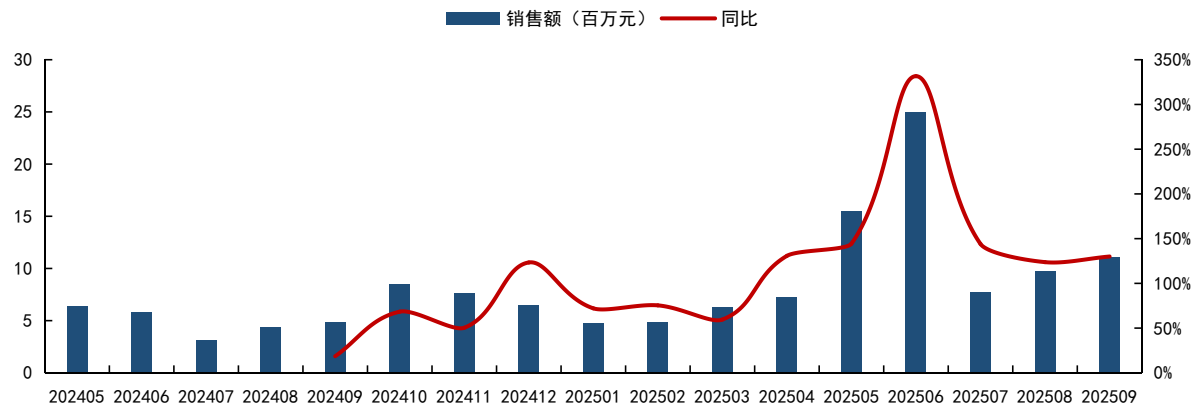
2025年6月5日-6月6日，公司连发两条微博宣传适用于婴儿的“超柔乳霜棉柔巾”，据电商第三方平台数据显示，2025年6月份全棉时代“超柔乳霜棉柔巾”销售额达2494万元，同比增长超300%，且在随后的7-9月份依旧保持每月同比超100%的增长。

图：全棉时代“超柔乳霜棉柔巾”宣传微博



资料来源：公司官微、国信证券经济研究所整理

图：全棉时代“超柔乳霜棉柔巾”销售额变化



资料来源：电商第三方数据库、国信证券经济研究所整理

二、全棉时代“品牌向上”策略下爆品持续涌现

重点品类——卫生巾，市场“安全性”需求攀升，奈丝公主以“医疗基因”获消费者青睐

奈丝公主定位中高端市场，产品单片价格在主流卫生巾品牌中属于中高端价位。奈丝公主全线产品均以纯棉材质为主要卖点，相比竞品的纯棉产品线一般仅为面层纯棉，奈丝公主的差异化一方面在于棉的使用更彻底，“100%全棉全表层”技术（巾身、护翼均为棉），另一方面拥有医护级认证，甚至包括医用级、灭菌级等产品，核心解决女性使用卫生巾的过敏、闷热、摩擦等痛点，强调安全性和舒适性。

表：奈丝公主卫生巾与其他品牌全棉卫生巾比较

维度	奈丝公主	自由点	高洁丝	苏菲	七度空间	护舒宝
产品样式						
产品名称	【优于新国标】全棉时代奈丝公主医护级纯棉卫生巾日夜用多规格	自由点有机纯棉卫生巾安睡裤日夜组合6片多规格可选	【高端纯棉顶流】高洁丝海岛奢宠纯棉卫生巾护垫超薄	sofy/苏菲裸感S卫生巾敏感肌超薄日用超熟睡夜用姨妈巾正品	【新国标认证】七度空间少女纯棉干爽透气日用姨妈卫生巾	【健康0添加】护舒宝净肤纯棉清新卫生巾日用超薄透气姨妈巾
功能特点	甄选100%全棉面层、不易假滑、不易致敏、棉天然亲肤纯净	立体防漏、低敏柔软、排湿透气	臻选至柔海岛棉、立体亲肤软边设计、添加乳霜润泽因子	立体防漏、原棉材质、菱格纹导流	加倍柔软、即刻干爽、16倍吸收力、透气会呼吸	3重净肤防漏，锁血、净味、散热
价格	11.15	5.07	9.38	17.33	6.64	9.49
数量	10	5	9	12	10	9
单价	1.12元/片	1.01元/片	1.04元/片	1.44元/片	0.66元/片	1.05元/片
成分	接触肌肤的面层、护翼100%全棉	100%有机纯棉面层	纯棉面层	原棉表层	100%纯棉面层	100%进口纯棉表层
单张尺寸	245mm	240mm	240mm	250mm	245mm	240mm

资料来源：淘宝网、国信证券经济研究所整理

2026主线二：好产品驱动新需求，挖掘万亿红海市场中的破局者

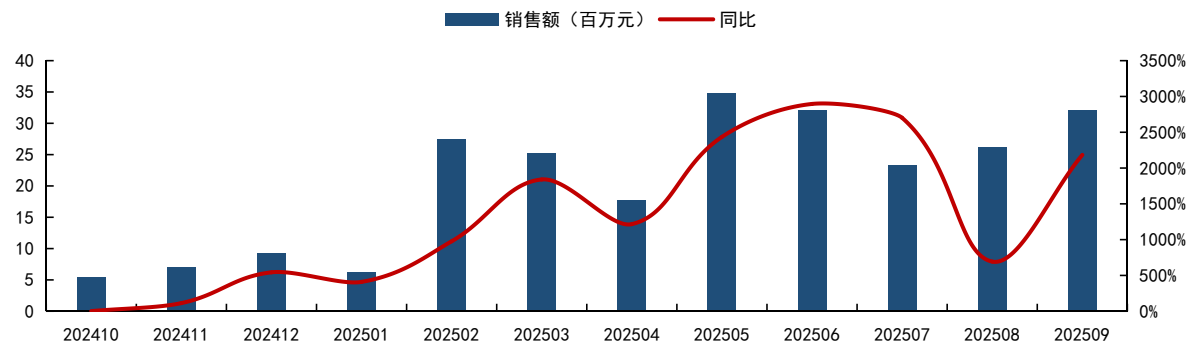
二、全棉时代“品牌向上”策略下爆品持续涌现

爆品案例二：“医护级卫生巾”

2024年10月，公司发布微博和小红书笔记，向大众科普卫生巾达到医护级认证标准所需要的条件；2025年2月，公司在微博和小红书平台转发央视网专家科普“如何科学挑选卫生巾”，在强调医护级卫生巾的安全性的同时，向大众宣传自身全系列产品均是“纯棉+医护级认证”。

两次短视频内容营销起到了非常好的作用，奈丝公主医护级卫生巾从2024年11月至今，电商销售一直保持同比超100%增长，单月最大销售额达3478万元，最高涨幅高达2896%。

图：奈丝公主“医护级认证卫生巾”销售额变化



资料来源：电商第三方数据库、国信证券经济研究所整理

图：全棉时代“医护级认证卫生巾”宣传微博、小红书



资料来源：公司官微、公司官方小红书、国信证券经济研究所整理

二、全棉时代“品牌向上”策略下爆品持续涌现

重点品类——贴身衣物，安全舒适成刚需，全棉时代以“全棉科技”锻造核心竞争力

公司在成人服饰方面战略聚焦内裤及家居服等贴身品类，深耕全棉面料科技，如“空气褶皱纱”等。以全棉材质、高配棉、无荧光无甲醛添加、触肤柔软、独有的纱布面料等特点培养核心竞争力。定价方面，全棉时代家居服价格在主流的家居服饰品牌中处于高端区间，内衣裤价格在主流的内衣裤服饰品牌中处于中端区间。

表：全棉时代与其他品牌家居服/内裤产品特点与价格比较

品牌	全棉时代	猫人	芬腾	浪莎	蕉内
家居服产品名	【店铺爆款】全棉时代男女情侣款7A抗菌针织开襟家居服纯棉睡衣	猫人睡衣夏季男款短袖长裤套装2025款宽松可外穿高级感男士家居服	芬腾情侣睡衣纯棉短袖女夏季凉感套装男士宽松休闲大码开衫家居服	浪莎男士睡衣冰丝凉感夏季2025新款短裤长裤男款高级家居服套装	蕉内棉棉515Home男女士家居服套装夏季度假风透气泡泡纱情侣睡衣
特点	柔软、抗菌、弹力、吸湿	纯棉、裸感、透气	绵柔、透气、亲肤	敏感肌安心穿、凉爽透气、丝滑裸感、可降解	柔软泡泡皱面料、度假风休闲条纹、宽松版型少束缚
价格	264（短袖+长裤）	107（短袖+长裤）	143.1（短袖+长裤）	119（短袖+长裤）	155.2（短袖+长裤）
成分	95%棉、5%聚氨酯弹性纤维(氨纶)	100%棉	95%棉、5%聚氨酯弹性纤维(氨纶)	67.5%再生纤维素纤维、27.5%莱赛尔纤维(莱赛尔)、5%聚氨酯弹性纤维(氨纶)	65%聚酯纤维、35%棉
品牌	全棉时代	猫人	草本初色	Ubras	蕉内
内裤产品名	【超值试用】全棉时代男士纯棉内裤男生中腰平角四角裤透气	猫人男士内裤男生纯棉四角裤衩2025新款平角裤男款透气抗菌短裤头	草本初色内裤男士冰丝男生纯棉裆夏季平角短裤衩无痕款四角底裤头	ubras纯棉男士内裤字母织带新款新疆棉抗菌裆全棉透气男生平角裤	蕉内银皮311S男士平角内裤纯棉透气裆青少年四角短裤新款男生
特点	环保、柔软细腻、亲肤透气、抗菌	吸湿透气、高弹舒适、柔软亲肤	透气、清凉、轻盈、超薄、抗菌	舒适、透气、抗菌	抗菌、透气、吸湿、速干、舒爽
价格	19.9	15	18	27.9	26.3
成分	95%棉、5%聚氨酯弹性纤维(氨纶)	92.9%粘胶纤维(粘纤)、4.2%聚氨酯弹性纤维(氨纶)、2.9%聚酰胺纤维(棉纶)	86%聚酰胺纤维(锦纶)、14%聚氨酯弹性纤维(氨纶)	95%棉、5%聚氨酯弹性纤维(氨纶)	95%棉、5%聚氨酯弹性纤维(氨纶)

二、全棉时代“品牌向上”策略下爆品持续涌现

爆品案例三：“无痕女士内裤”

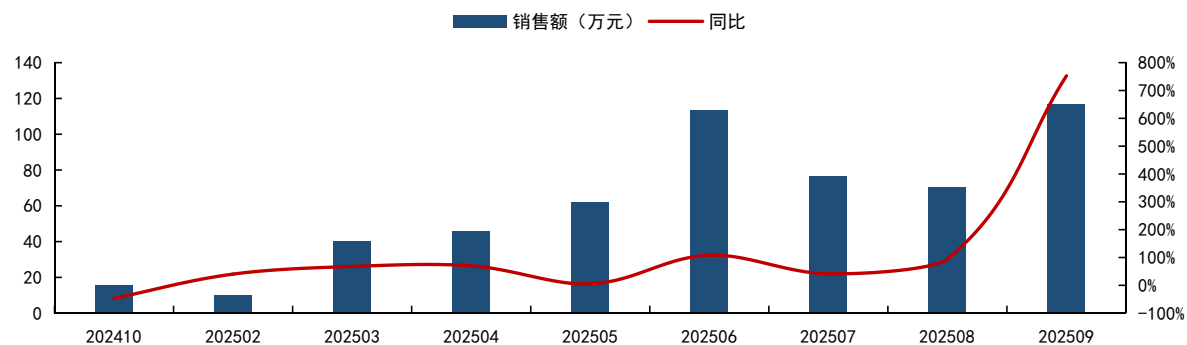
公司根据女性需求，在原先女士内裤的基础上设计出新款全棉无痕女士内裤，并在2025年3月和5月底加大推广力度后取得不俗增长。

2025年3月14日，公司发布小红书笔记，宣传无痕女士内裤；5月27日，公司发布微博和小红书笔记，再次向公众宣传女士无痕内裤。两次宣传取得了亮眼的效果，据电商第三方平台数据显示，3-4月公司女士无痕内裤销售额同比均增长70%左右；6月-9月女士无痕内裤销售额同比增长均超过40%，其中6月和9月增长达三位数，销售额均突破百万元。

图：全棉时代“无痕女士内裤”宣传微博、小红书



图：全棉时代“无痕女士内裤”销售额变化



资料来源：电商第三方数据库、国信证券经济研究所整理



资料来源：公司官微、公司官方小红书、国信证券经济研究所整理

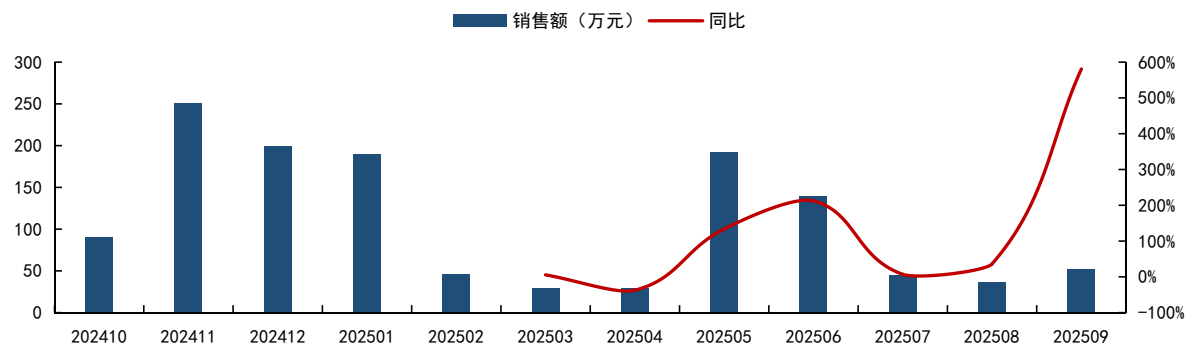
二、全棉时代“品牌向上”策略下爆品持续涌现

爆品案例四：“空气褶皱纱家居服”

公司根据用户轻薄、透气的居家需求，在原先全棉家居服的基础上设计出空气褶皱纱家居服，并通过两位代言人的推广取得增长。

2025年4月21日，公司发布小红书笔记和微博，宣传代言人丁禹兮同款空气褶皱纱家居服；6月18日，公司再次发布微博和小红书笔记，通过代言人赵丽颖的直播切片向公众宣传其同款空气褶皱纱家居服。两次宣传取得了显著效果，据电商第三方平台数据显示，5-6月公司空气褶皱纱家居服销售额同比均增长达三位数，销售额均突破百万元；此后7月-9月维持同比增长势头。

图：全棉时代“空气褶皱纱家居服”销售额变化



资料来源：电商第三方数据库、国信证券经济研究所整理

图：全棉时代“空气褶皱纱家居服”宣传微博、小红书



资料来源：公司官微、公司官方小红书、国信证券经济研究所整理

二、全棉时代“品牌向上”策略下爆品持续涌现

潜力爆品：纯棉轻户外与家纺或为新品潜力股

未来的战略将继续发挥这一优势，其核心在于坚持在全棉领域进行深度挖掘、持续倾听消费者需求，并以此为导向进行创新，从而源源不断地打造出真正能引爆市场、满足用户期待的爆品。

未来有望成为爆款的潜力新品包括：

1. 纯棉轻运动服饰，相较化纤类的轻运动服饰而言具有更好的舒适度、亲肤性、透气性和低致敏性；
2. 家纺的2+2+2皱布被和纱布夹棉被，据稳健创新研究院资料显示，这两款产品相较于受试者的自用样，可以有效缩短入睡时间，提高深睡占比。

潜力新品的特点与公司产品开发理念一致，重点突出在纯棉材质基础上的创新，针对市场上未被满足的增量需求，这些产品未来有望成为爆品，为公司业绩增长贡献潜力。

图：全棉时代全棉纱布被



资料来源：淘宝网、国信证券经济研究所整理

图：全棉时代轻氧衣



资料来源：淘宝网、国信证券经济研究所整理

**2026年投资主线之纺织制造板块：
关税扰动呈现企稳信号，优先布局下游客户景气向好与自身盈利反弹个股**

纺织制造板块：关税扰动呈现企稳信号，优先布局景气个股

企稳信号一：龙头企业应对贸易风险布局已久

图：纺织制造企业产能占比

- 下游企业海外产能占比已经明显高于国内。鞋服、箱包制造企业受贸易摩擦影响时间较早且影响较大，故产能外迁时间早，当前国内产能占比基本均低于海外占比。制鞋企业丰泰、裕元在中国产能占比10%左右，华利产能都在海外；制衣企业仅有下游成衣加工工序的晶苑国际在中国产能占比不到20%，箱包服装代工企业开润在印尼产能占比高达70%，而有上游面料一体化产能的申洲、鲁泰，中国产能仍有40%左右比例。
- 中上游企业海外产能占比相对较低。纱线、面料生产企业由于大部分产品不直接销往海外品牌所在地，而是销往境内和东南亚的中游工厂，故产能外迁进展相对较慢，目前产能仍以国内为主，也同时拥有东南亚产能布局并逐步扩建。面辅料企业鲁泰、互太、超盈、伟星，国内产能占比在50%~80%左右，纱线企业百隆海外占比较高，越南达到70%，天虹海外占比约42%。

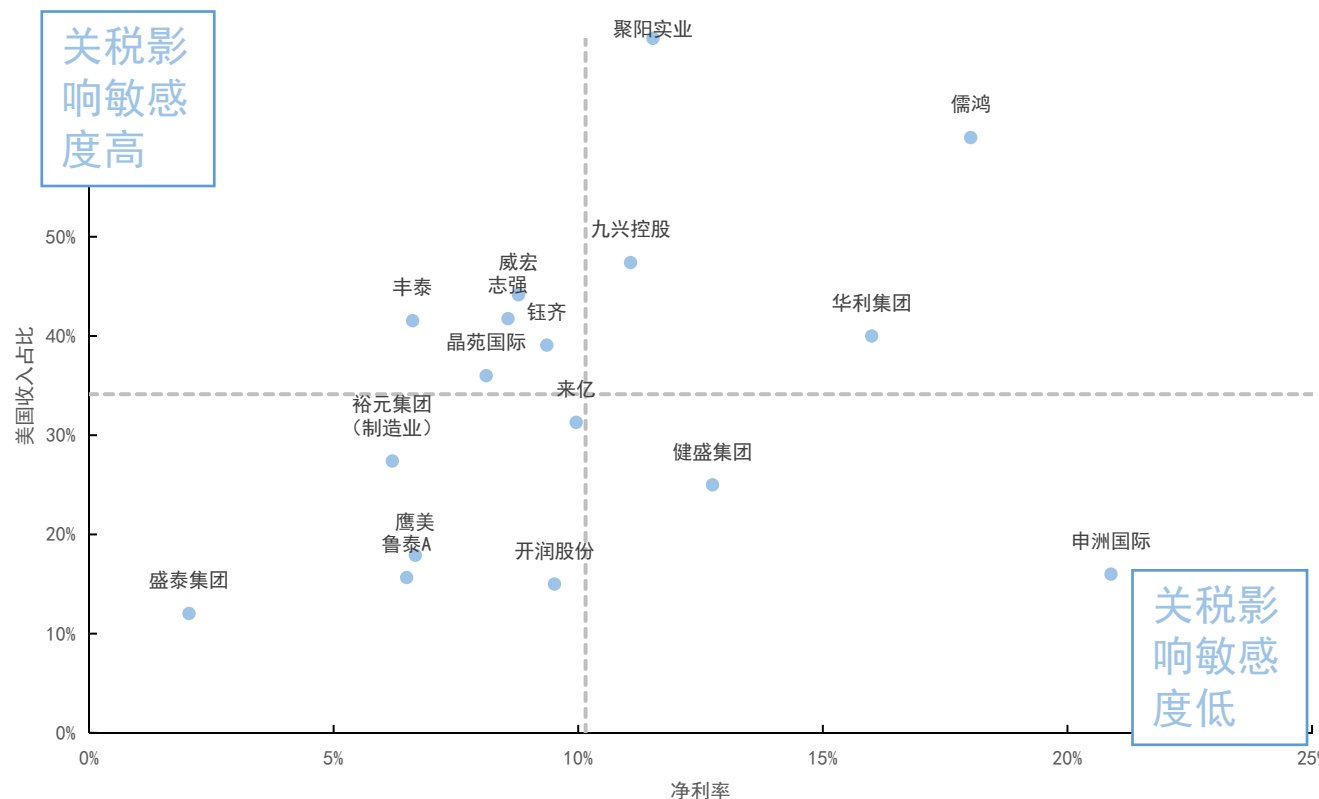
产品类型	公司	产能分布国家/地区	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
运动鞋	丰泰	中国	32%	30%	24%	23%	22%	21%	18%	16%	14%	13%	11%	10%	9%	10%	12%	10%	10%	10%
		越南	55%	51%	51%	51%	53%	50%	52%	52%	53%	52%	52%	52%	52%	56%	45%	48%	47%	46%
		印尼	17%	19%	20%	18%	16%	16%	14%	13%	13%	12%	13%	14%	13%	14%	16%	14%	12%	13%
	裕元集团	印度			5%	8%	9%	13%	16%	19%	20%	23%	24%	24%	26%	20%	27%	28%	31%	31%
		中国								34%	29%	25%	20%	17%	14%	13%	11%	12%	10%	12%
		印尼								31%	31%	32%	34%	36%	37%	39%	39%	48%	46%	49%
	华利集团	越南								34%	39%	42%	44%	45%	46%	44%	46%	35%	38%	34%
		多米尼加								19%	17%	17%	15%	17%	15%	17%	15%	17%	16%	17%
		境外												98%	98%	99%	99%			
服装	申洲国际	中国												69%	65%	63%	57%	51%	49%	
		越南												16%	21%	22%	29%	32%	29%	
		柬埔寨												15%	14%	15%	14%	17%	21%	
	鲁泰A（服装）	境内															47%	47%	44%	40%
		境外															53%	53%	60%	69%
		中国													22%	18%	18%	16%	17%	18%
	晶苑国际	越南													44%	53%	56%	54%	50%	49%
		柬埔寨													18%	13%	8%	12%	12%	13%
		孟加拉													9%	9%	11%	12%	14%	13%
开润股份（嘉乐服装）	斯里兰卡													6%	6%	7%	5%	7%	7%	
	中国香港及亚洲其他地区													0%	0%	0%	1%	1%	1%	
	境内																		30%	
箱包	印尼																		70%	
	境内（滁州）															49%	40%	33%	35%	
	境外（印度、印尼）															51%	60%	67%	65%	
面辅料	鲁泰A（面料）	境内														85%	83%	80%	80%	
		境外														15%	17%	20%	20%	
	互太纺织	中国除港澳台											84%	82%	75%	86%	83%	83%	81%	77%
		越南											12%	16%	11%	13%	16%	15%	17%	21%
	超盈国际	中国香港、日本及其他											4%	1%	13%	1%	1%	2%	2%	2%
		中国																		50%
伟星股份	海外																		50%	
	境内															91%	85%	85%	85%	
	境外															9%	15%	15%	15%	
纱线	百隆东方	中国														40%	40%	30%	30%	
		越南														60%	60%	60%	70%	
天虹国际	中国	越南							60%	54%	56%	57%	59%	61%	63%	61%	56%	59%	58%	
		海外								40%	46%	44%	43%	41%	39%	38%			36%	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理
注：未披露分地区产能占比的公司按分地区员工人数计算

企稳信号一：龙头企业应对贸易风险布局已久

- 上市纺企关税风险敞口梳理：对美收入占比低、净利率高、产能供不应求的公司关税影响小
- 基于纺织制造企业产能主要所在地未来均有可能被征收较高的对等关税，且行业普遍承担同比例的降价幅度以分担关税成本的假设下，美国收入贡献越低、净利率越高的公司，业绩受加税影响的敏感度越低。
- 目前对美收入在25%或以下的公司包括申洲国际、健盛集团、开润股份、鲁泰等，主要为在中国有产能、内销市场份额较高的供应商，而产能集中在东南亚的鞋服代工企业美国收入占比基本均在四成以上。
- 若行业分担关税降价至接近盈亏平衡线，净利率高的公司仍能保持较好的利润规模。双位数净利率的公司从高到低分别是，申洲国际/儒鸿/华利集团/健盛集团/聚阳/九兴控股/来亿，净利率分别为20.9%/18.0%/16.0%/12.7%/11.5%/11.1%/10.0%。
- 简单测算，假设分担5%的关税，即对美出口部分产品向品牌降价5%让利，公司净利润影响幅度=公司对美收入占比*5%/净利率，因此可以定义（对美收入比例/净利率）为影响系数，这一系数越低影响越小。如图所示，坐标轴右下区域影响最小，左上角区域影响最大。
- 另外，由于实际的谈判可能存在较大的个体差异，产能供不应求的公司也有较强的谈判余地。过去几年的复合增速看华利集团的增速领先、量价齐升，体现了产能供不应求、在优质客户中份额快速上升的趋势，预计也能有较好的议价能力。

图：纺织制造企业对美收入占比及净利率



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

企稳信号一：龙头企业应对贸易风险布局已久

- 假设影响推演：加征关税如全面实施将由美国消费者承担绝大部分

- 情形假设：

- 1) 较好情况：对鞋服等低值非标商品豁免大部分加征关税，主要出于关税无益于产业回流并控制通胀的考虑，可能不同地区根据谈判条件执行存在一定差异；
- 2) 最坏情况：目前的“对等关税”全面施行，品牌向上游转嫁少量关税成本后，最终向下游转嫁，导致美国消费者承担主要的关税开支，引发通胀。

- 基于最坏情况的假设进行压力测试，影响测算过程：

- 1) 假设逻辑：供应链按现有的FOB报价模式，通过降价的方式分担一部分关税让利品牌，能够分担的规模是接近于行业的盈亏平衡线；

- 2) 价值链拆分：一双100美金吊牌的普通运动鞋，吊牌价与出厂价大约存在5倍加价率，即供应商的FOB报价为20美金，加上海运物流和原本税率约14%左右的关税，品牌的采购成本约为30美金。品牌以吊牌价5折即50美金批发给零售商，赚取40%的毛利率；零售商最终以8折销售给消费者，即80美金的收入，赚取38%的毛利率。而供应商普遍净利率在5%-10%，即生产一双吊牌价为100美金的运动鞋，仅从出厂价20美金中赚取1-2美金的净利润。而整个价值链中，占比最大的是品牌与零售的营销、渠道费用和打折损失，合计超过50美金；

- 3) 加征关税分担：假设加征20%关税，即为20美金的20%，共增加4美金的成本，如果极限假设要求供应链分担关税到微利水平，也只能承担约1美金关税，剩余的3美金由品牌承担，传导到下游后，零售价由80美金涨价到83美金，涨价幅度仅4%。并且供应链进入微利水平后，对产品的品控、交期、人员稳定性等产生的连带反应，可能导致品牌的商品周转出现混乱，合计约50美金的流通环节的费用开支和效率损失有进一步放大的可能。

- 产业链回美成本远高于关税，品牌回美设置服装鞋履生产工厂基本不可行：

- 1) 工资成本差距：美国劳动者月薪（3,500美金）是越南劳动者（222美金）的15.8倍，一双出厂价20美金的运动鞋中的直接员工成本约为4美金，若按美国工资水平，假设人效相同的情况下，4美金的成本将升为63美金，出厂价将变为约80美金；

- 2) 涨价幅度推算：若按品牌5倍的定价倍数，100美元的运动鞋将涨价为400美元，涨价300%；若仅将人工工资涨价金额转到至零售价，并且假设省去所有物流运输和关税成本，80美金的运动鞋也将以130美金出售，涨价幅度达到63%，也远高于前面测算的4%；

- 3) 其他条件：若考虑目前美国不具备配套产业链，而产业链的建设需要多年的时间和大量的资本积累，品牌设厂在美国生产服装鞋履基本不可行。

企稳信号二：下游库存平稳，关税应对措施与影响预期落地

● 国际运动品牌：美国占比低、客单价高的品牌关税影响小，零售端涨价难度低

1) **美国占比**:各品牌美国市场占比有差异，美国市场占比大、价格低的品牌影响更大。优衣库美国收入占比最低仅7%；阿迪达斯、PUMA也较低，占收入20%，两品牌均表示可以通过强化非美市场业务以平衡风险；亚玛芬相对较低，占收入26%；Deckers、On、UA、VF、Lululemon北美（或美洲）收入占比较高，均在51%以上。

2) **采购占比**:美国从中国采购比例基本均较低，在10%以内，部分品牌、品类将至低单甚至0%；大部分来自东南亚，尤其是越南。

3) **解决措施**:短期应急措施将货提前发至美国或将原计划输美产品转供其他市场；长期普遍采取以下几种应对措施：对美国市场提价（价格高的品牌有更强溢价能力，且消费者价格敏感性较弱）、供应链多元化分布、与产业链上下游共担成本。

● 从供应链多元化布局以及产业链上下游共担成本角度来看，预计将带来行业整合尾部出清，利润率高、对美业务敞口低的供应商将扩大份额，同时建议动态跟踪90天后主要产地所在国家的关税条件谈判动态。

表：各国际运动品牌美国收入占比及产地分布

品牌	美国收入占比	采购分布
优衣库	7%	
亚玛芬	26%	中国采购商品占8%，越南采购占8%，其他亚洲地区占6%，欧洲占3%
阿迪达斯	20%	鞋类中国对美出口大约3%，现在逐渐减少到0，越南、印尼各占1/3；服装没有主导市场，中国对美出口占比不到2%，越南大约占15%，其余市场大约占10%，分布在巴基斯坦、埃及、印度尼西亚，甚至欧洲等国家之间
PUMA	20%	美国进口主要来自亚洲，中国采购占比约10%（持续下降，部分品类已降至0%）；主力生产国为越南、柬埔寨、印尼
Deckers	64%	中国依赖度低：<5%的鞋类生产来自中国，且部分产品不销往美国。主要产地集中在东南亚（越南为主）
UA	57%	主要采购地分布：越南占比 30%（最大来源国）；约旦占比 20%；印尼占比 15%；其他地区：剩余 35% 分散于多个国家（单一国家占比≤5%）
VF	51%	美国市场从中国采购的成品占比降至不足2%（主要为中国本土销售生产）。主要采购地区：东南亚（越南、柬埔寨、印尼）及中南美洲（占美国商品成本的85%）
On	64%	越南、印尼、中国为品牌三大主要产地，越南为最主要的制造基地，正积极推动供应链转型，核心是通过LightSpray自动化技术实现欧洲本地化生产（瑞士已开始小批量生产），以提升供应链韧性、响应速度和可持续性
Lululemon	61%	

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

注：Deckers/UA/VF/On为财报披露的美洲或北美洲口径

纺织制造板块：关税扰动呈现企稳信号，优先布局景气个股

表：各国际运动品牌关税相关表述汇总

财务影响	供应链调整	转嫁策略	市场策略
<ul style="list-style-type: none"> 显著承压 <ol style="list-style-type: none"> 优衣库：若不调价，关税将致下半年营业利润减少2-3%，2026财年影响扩大；北美市场营业利润预计下降20%。 Deckers：2026财年销售成本或增1.5亿美元，毛利率承压，撤回增长目标。 UA：关税可能显著推高成本并抑制需求，后续季度不确定性高。 VF：无缓解情况下，10%关税将致年成本增1.5亿美元（65%影响在2026财年下半年）。 Lulu：毛利率预期下调至-110bps（原-60bps），主因关税成本；二季度成本压力显著，经营利润率同比下降380 bps。 有限可控 <ol style="list-style-type: none"> 亚玛芬：当前税率对利润影响可忽略；极端情景下EPS仅降0.05美元（利润率压力约100基点）。 PUMA：美国市场占20%，其余80%业务不受直接影响。 阿迪达斯：美国市场占20%，可通过非美市场增长平衡损失。 On：通过利用品牌溢价和选择性提价能够大量地抵消关税带来的影响。 难以估量 <ol style="list-style-type: none"> 优衣库：2026财年影响难预测，批评美国关税政策“损害自身”。 PUMA：政策“几乎每日变化”，消费者对涨价反应未知。 Deckers/UA：因不确定性撤回财务指引或暂缓预期。 	<ul style="list-style-type: none"> 多元化布局 <ol style="list-style-type: none"> 阿迪达斯：鞋类中国对美出口降至0%，服装依赖越南（15%）、巴基斯坦等。 PUMA：主力生产国为越南、柬埔寨、印尼，中国占比降至10%以下。 Deckers：中国依赖度低：<5%的鞋类生产来自中国，且部分产品不销往美国。主要产地集中在东南亚（越南为主）。 VF：美国市场85%商品来自东南亚及中南美洲，中国采购占比不足2%。 UA：加速减少对越南（30%）、印尼（15%）的依赖，推进供应链分散化。 亚玛芬：美国从中国采购商品占8%，越南采购占8%，其他亚洲地区占6%，欧洲占3% On：正积极推动供应链转型，核心是通过LightSpray自动化技术实现欧洲本地化生产（瑞士已开始小批量生产），以提升供应链韧性、响应速度和可持续性 短期应急 <ol style="list-style-type: none"> PUMA/优衣库：提前发货至美国，规避关税生效节点（如4月9日前清关）。 阿迪达斯：将原计划输美产品转供其他市场。 Deckers：提前囤货致Q1库存上升。 	<ul style="list-style-type: none"> 选择性提价 <ol style="list-style-type: none"> 亚玛芬：依托品牌溢价提价，抵消大部分关税影响。 Deckers/UA/VF：计划在美国市场针对性调价，但避免全面涨价。 PUMA：动态调整定价，观察消费者接受度。 On：计划在2025年秋冬季（7月开始）对美国市场的特定鞋款进行提价。 Lulu：对少量产品小幅提价（弹性较低品类）。 成本分担 <ol style="list-style-type: none"> 阿迪达斯/VF/UA：与供应商、零售商协商分担成本。 VF/UA：严控运营开支（如差旅、第三方服务）。 Deckers：与工厂共担新增成本，但无法完全抵消压力。 VF：强调供应链灵活性（轻资产模式），目标借危机提升业务韧性。 	<ul style="list-style-type: none"> 强化非美市场 <ol style="list-style-type: none"> 阿迪达斯/PUMA：优先保障非美市场（占80%业务），以平衡风险。

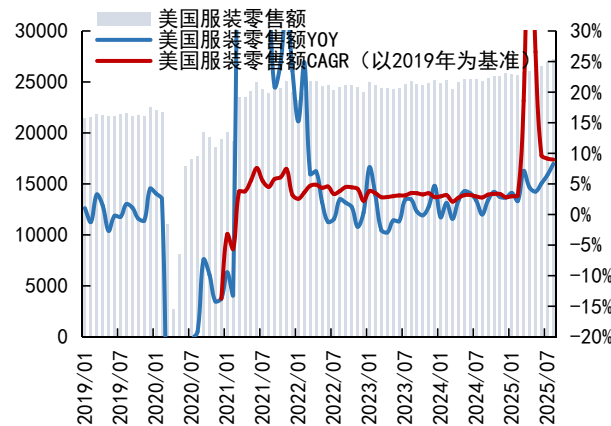
资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

企稳信号二：下游库存平稳，关税应对措施与影响预期落地

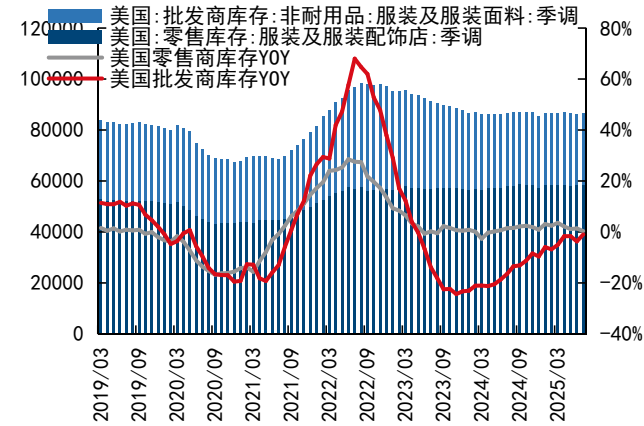
- 美国服装消费韧性较强。2025年1-8月美国服饰零售额累计同比增长5.7%，7-8月分别同比增长6.4%/8.3%。若剔除基数影响，和2019年比较复合增速，1-8月在3.0%-56.9%区间。
- 零售商库存略有增加，服装批发商库销比保持下降趋势。从库存看，零售商库存同比自2024年5月开始小幅增加，截止到2025年7月一直保持增长，7月库存同比增加0.4%；批发商库存自2023年5月以来至2025年7月连续同比下降，但降幅在波动收窄，从2023年7月至2024年10月，同比降幅基本超过11%，进入2025年后，同比降幅最大不超过7%，2025年7月同比下降1.0%。从库销比看，批发商库销比持续下降，7月在2.06，基本回到2018年底水平，零售商则由于前期对宏观经济谨慎，库销比持续处于低位，自2025年基本维持在2.3左右（2019年在2.4以上）。

图：美国服装零售金额及增长（百万美元，季调）



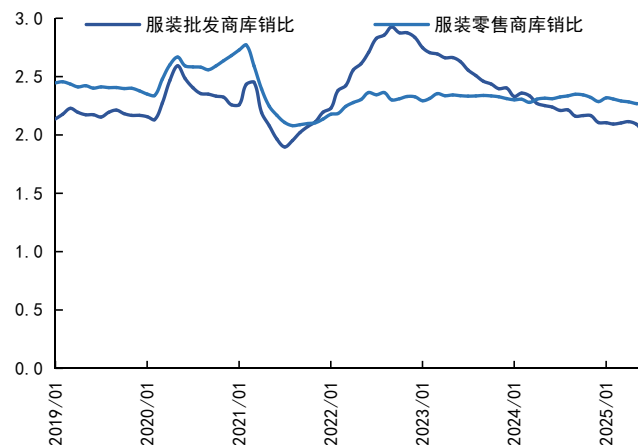
资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

图：美国服装零售商及批发商库存（百万美元，季调）



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

图：美国服装零售商及批发商库销比（季调）



资料来源：Wind, 国信证券经济研究所整理

企稳信号二：下游库存平稳，关税应对措施与影响预期落地

国际品牌跟踪：各品牌整体收入分化情况基本延续去年趋势

各国际运动休闲品牌最新一季度业绩公告，大约对应自然年第三季度，由于各公司财报季有所不用，分别截至8/9/10月。各品牌整体收入分化情况来看，基本延续去年趋势，两大龙头表现较去年相似，阿迪达斯趋势继续向好，耐克趋势仍较差。

• 若仅看今年前三季度及第三季度业绩表现以及管理层最新给出的全财年业绩指引：

- 1) 表现较好，前三季度收入增速中高单以上增长，全财年收入指引在中高单到双位数增长的品牌包括：Adidas、Deckers、迅销、Lululemon，各季度收入增速较快，全财年指引积极；
- 2) 表现中等，前三季度收入下降中低单位数的品牌包括：Nike、VF，其中VF今年收入跌幅收窄；Nike今年收入跌幅收窄，下半财年预期好于上半财年。
- 3) 表现较差，前三季度收入下降高单位数以上的品牌包括：PUMA、UA，其中PUMA下调全年指引，货币中性收入预计低两位数下降；UA受北美和亚太区销售不佳拖累。

• 拉长时间维度，从两年收入复合增速来看：

- 1) 表现较好，前三季度收入两年复合增长在中高单到双位数以上的品牌包括：Adidas、Deckers、迅销、Lululemon；其中Adidas今年三个季度增长加速至11%以上，迅销基本保持快速高单位数增长；Deckers今年双位数增长。
- 2) 表现中等，前三季度收入两年复合增速下降中单位数的品牌包括：VF。
- 3) 表现较差，前三季度收入两年复合增速下降高单位数的品牌包括：Nike、PUMA、UA。

图：各国际品牌2024年以来各季度收入增速

YoY	Q1 2024	Q2 2024	Q3 2024	Q4 2024	Q1 2025	Q2 2025	Q3 2025	前三季度YoY	前三季度CAGR2
耐克	0.0%	0.0%	-9.0%	-9.0%	-7.0%	-11.0%	-1.0%	-6.9%	-5.5%
阿迪达斯	8.0%	11.0%	10.0%	19.0%	13.0%	8.0%	12.0%	11.0%	8.8%
迅销	5.0%	13.5%	18.3%	10.4%	13.6%	7.7%	6.3%	9.2%	10.2%
PUMA	0.5%	2.1%	5.0%	9.8%	0.1%	-3.1%	-10.4%	-8.5%	-5.0%
Deckers	21.1%	23.0%	20.4%	17.1%	16.5%	16.3%	8.3%	10.4%	15.5%
VF	-13.0%	-8.0%	-6.0%	2.0%	-3.0%	-4.2%	-1.0%	-4.7%	-7.6%
UA	-5.0%	-10.0%	-10.0%	0.5%	-10.0%	-4.0%	-6.0%	-7.3%	-7.9%
LULU	10.4%	7.3%	8.7%	12.7%	7.3%	6.0%		6.9%	7.8%

注：收入按自然年统一归位 资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

纺织制造板块：关税扰动呈现企稳信号，优先布局景气个股

企稳信号二：下游库存平稳，关税应对措施与影响预期落地

- 2023年行业处于去库周期，2024二季度以来北美库存问题缓解、部分品牌进入补库周期：

2023Q3 大部分品牌在收入保持增长同时、存货增速出现明显下降，且大部分公司实现双位数下降，去库进展基本均超预期；仅VF、UA两家去库速度相对较慢，管理层也给出到年底实现库存水平健康或同比下降的指引；

2023Q4 VF、UA库存也显著下降，库存降幅也超出公司此前指引。

2024Q1 截至今年一季度末，各品牌库存金额进一步实现同环比下降，库销比同环比下降明显，其中耐克、Deckers库销比在3左右。

2024Q2-Q3 前期库存问题最大的北美地区库存问题开始缓解；前期去库进展快的品牌由于开始补货、库存金额已开始同环比上升，库销比也有所提升，但仍处于健康可控水平。

- 2025国际品牌库存策略分化，Adidas增长计划增库存，Nike实施去库政策：

2025Q1 Adidas为了推动未来的增长和需求，库存增长15%，耐克开始布局库存清理策略；

2025Q2 Nike第四季度公司加速产品线调整和库存清理，收入和毛利率迎来大冲击；Adidas库存继续增长，管理层表示库存增长主要与去年的低基数、提前的产品采购以及下半年的计划增长有关，lululemon库存受关税及汇率影响增长；

2025Q3 Adidas库存继续增长，管理层表示库存增长主要与去年的低基数、世界杯相关产品提前的采购以及未来的计划增长有关。

图：各国际品牌季度收入、库存（财季按自然年统一归位）

收入 YOY (耐克、阿迪、PUMA、Deckers、VF、UA为货币中性口径)	2022			2023			2024			2025					
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
耐克	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	2.0%	-1.0%	0.0%	0.0%	-9.0%	-9.0%	-7.0%	-11.0%	-1.0%
阿迪达斯	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	1.0%	-2.0%	8.0%	11.0%	10.0%	19.0%	13.0%	8.0%	12.0%
迅销	1.5%	10.3%	23.2%	14.2%	26.9%	23.8%	16.2%	3.2%	5.0%	13.5%	18.3%	10.4%	13.6%	7.7%	6.3%
PUMA	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	6.0%	-4.0%	0.5%	2.1%	5.0%	9.8%	0.1%	-3.1%	0.4%
Deckers	31.2%	21.8%	21.3%	13.3%	7.6%	11.1%	24.2%	15.1%	21.1%	23.0%	20.4%	17.1%	16.5%	14.3%	8.3%
VF	9.4%	3.1%	-3.7%	-2.6%	-3.0%	-8%	-4.0%	-17.0%	-13.0%	-8.0%	-6.0%	2.0%	-3.0%	-4.2%	-1.0%
UA	3.5%	-0.2%	1.8%	3.4%	7.5%	-1.0%	-1.1%	-7.0%	-5.0%	-1.0%	-10.0%	0.5%	-10.0%	-4.0%	-4.0%
LULU	31.6%	28.8%	28.0%	30.2%	24.0%	18.2%	18.7%	15.6%	10.4%	7.3%	8.7%	12.7%	7.3%	6.0%	

报表存货 YOY	2022			2023			2024			2025					
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
耐克	15.0%	22.8%	44.2%	43.3%	15.6%	0.4%	-10.0%	-14.4%	-13.2%	-11.1%	-5.1%	0.0%	-2.4%	-0.4%	-1.7%
阿迪达斯	15.3%	35.2%	72.4%	49.0%	24.9%	1.0%	-23.2%	-24.2%	-22.0%	-18.0%	-6.7%	10.3%	14.6%	15.8%	20.9%
迅销	-1.2%	2.1%	23.1%	40.8%	24.9%	10.1%	-7.5%	-14.8%	-5.3%	4.5%	5.6%	10.9%	10.9%	9.7%	7.7%
PUMA	32.2%	42.9%	72.3%	50.5%	32.7%	8.1%	-20.3%	-19.6%	-16.8%	-8.6%	-3.4%	11.6%	16.3%	9.7%	17.3%
Deckers	82.1%	83.4%	45.4%	31.3%	5.1%	-11.8%	-21.5%	-25.5%	-11.0%	1.7%	7.1%	7.0%	4.4%	12.8%	7.4%
VF	33.6%	92.4%	87.7%	101.4%	61.6%	19.0%	-9.8%	-17.1%	-23.0%	-24.3%	-16.0%	-16.5%	-7.9%	1.2%	-10.9%
UA	-3.2%	8.3%	29.0%	50.1%	44.4%	38.4%	5.9%	-9.3%	-19.5%	-15.2%	-3.3%	-0.3%	-1.3%	2.0%	
LULU	74.0%	85.1%	84.5%	49.8%	23.9%	13.6%	-4.5%	-8.6%	-14.9%	-14.0%	8.3%	9.0%	22.8%	20.5%	

库销比 (存货/过去1年平均月成本)	2022			2023			2024			2025					
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
耐克	3.67	4.00	4.50	4.11	3.76	3.51	3.59	3.31	3.23	3.17	3.59	3.53	3.37	3.39	3.61
阿迪达斯	5.15	6.02	6.70	6.04	5.62	5.56	4.95	4.83	4.83	4.85	4.79	4.09	4.08	4.22	4.38
迅销	4.02	3.99	5.33	5.99	4.27	3.59	4.05	4.28	3.66	3.52	3.98	4.19	3.65	3.47	3.90
PUMA	5.16	5.96	6.64	5.91	5.46	5.34	4.69	4.69	4.71	5.23	4.85	5.21	5.37	5.66	5.76
Deckers	3.94	6.22	6.46	4.87	3.55	4.91	4.67	3.45	2.99	4.69	4.67	3.33	2.83	4.69	4.52
VF	3.16	5.13	6.01	5.66	4.99	6.13	5.47	4.98	4.22	5.12	5.22	4.58	4.36	5.87	5.07
UA	3.42	3.91	4.28	4.63	4.39	4.88	4.29	4.23	3.74	4.50	4.62	4.73	4.22	5.16	
LULU	5.34	5.71	6.40	4.80	5.09	5.21	5.05	3.96	3.94	4.14	5.16	4.01	4.54	4.63	

报表存货金额	2022			2023			2024			2025					
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4			
耐克	7700	8420	9662	9326	8905	8454	8698	7979	7726	7519	8253	7981	7539	7489	8114
阿迪达斯	4542	5483	6315	5973	5675	5540	4849	4525	4427	4544	4524	4989	5072	5261	5471
迅销	350348	351718	485928	570314	437671	387386	449250	485724	414430	404800	474460	513154	459460	448931	510960
PUMA	1618	1984	2350	2245	2147	2146	1874	1804	1786	1961	1811	2014	2076	2151	2124
Deckers	507	840	925	723	533	741	726	539	474	753	778	577	495	849	836
VF	1419	2341	2750	2592	2293	2787	2481	2148	1766	2111	2083	1795	1627	2135	1856
UA	824	954	1080	1218	1190	1320	1144	1104	959	1120	1106	1101	946	1142	
LULU	1275	1462	1742	1447	1580	1661	1664	1324	1345	1429	1801	1442	1652	1723	

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

企稳信号三：台企未来展望保持乐观

产能扩张规划：东南亚产能持续扩张，加码印尼、越南与约旦

儒鸿已正式通过印尼厂三期扩厂计划，投资金额为8,000万美元（约新台币24.7亿元），目的在于加速产能布局并提升供应链弹性，以应对订单增长及主要客户需求；威宏越南德御厂的包袋产能目前已达满载，公司正积极规划承租新厂房，以应对市场对功能性与时尚设计产品的需求。同时，公司致力于提升柬埔寨宏盛厂与泰国厂的厂良率，以改善出货效率；钰齐印尼及越南新厂已于第三季按计划进入量产试做阶段，并在第四季逐步增温，预计明年上半年开始放量，为新一年的营运注入成长动能；广越将约旦厂定调为中长期的重要策略产地，随着客户对约旦厂的需求明显增温，其出货比重正不断提升。

需求订单展望：客户下单信心回暖，看好明年业绩趋势

聚阳（1477）：短期营收波动属正常现象，对其长期营运不造成重大影响；预期10月将是第四季的营运低点，随着11月起陆续出货2026年早春新款，营收将逐月回升，整体第四季营收仍有机会与去年相当；第四季不论获利或出货量，年对年都将优于第三季，全年营运展望维持不变；展望2026年，客户订单咨询明显回温，市场气氛逐步好转，虽关税等不确定因素仍在，但客户下单信心已较今年明显提升，公司对明年业绩表现“正向看待”。

儒鸿（1476）：订单需求稳定回升，每月营收目标维持在30亿元以上；订单能见度达6个月，2026年首季订单预估准确率已达八成，预计明年第一季度营收将呈现“淡季不淡”；为应对订单增长及主要客户需求，公司已正式通过印尼厂三期扩厂计划，投资金额8000万美元（约新台币24.7亿元），以加速产能布局并提升供应链弹性。

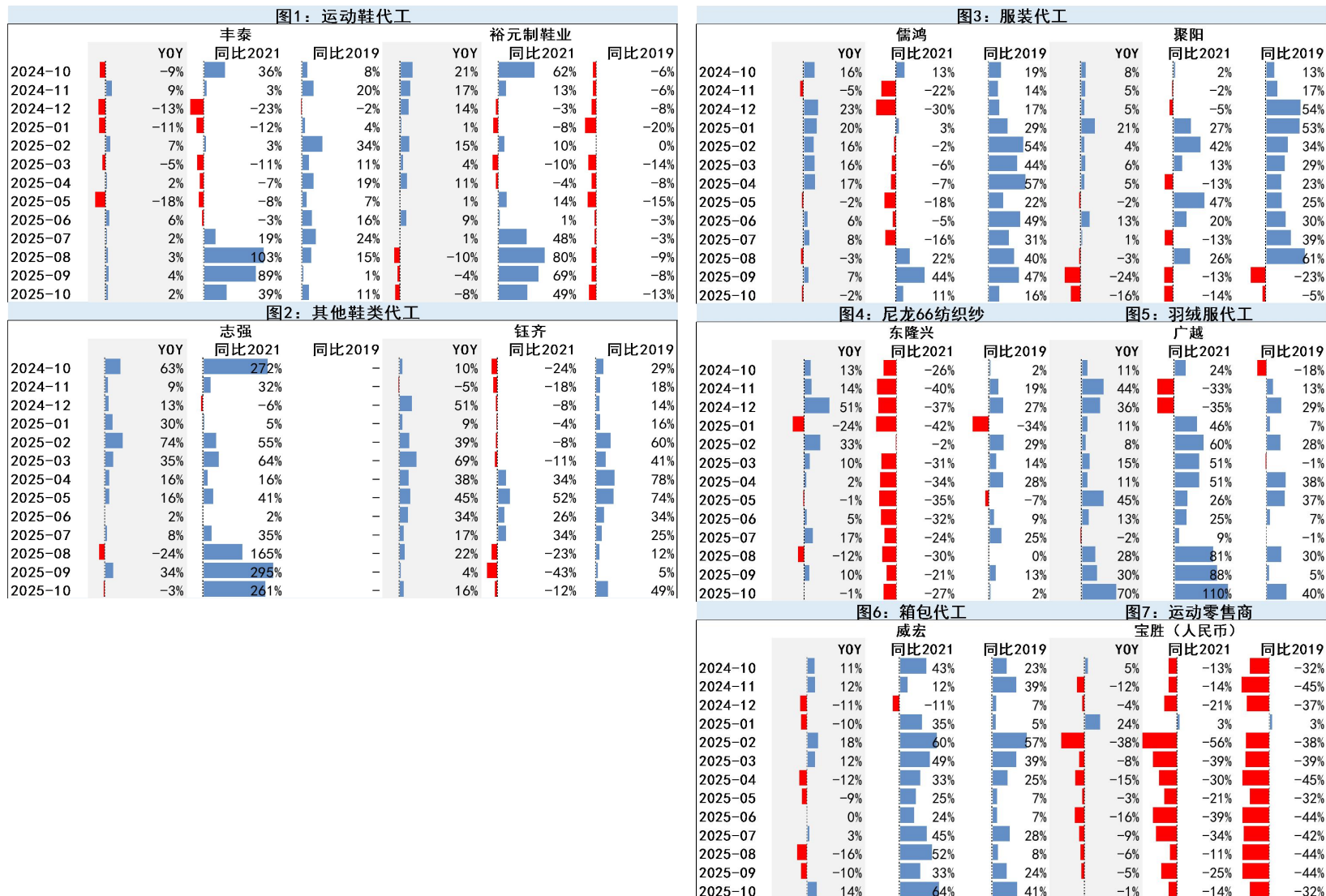
威宏-KY（8442）：随着明年世界杯足球赛临近，轻奢品牌与运动包袋市场需求动能强劲，目前订单能见度已达明年，且第一季度已提前满单；2025年对威宏而言处于调整期，明年将恢复增长走势。预计第四季营运将与去年同期持平，全年营收可能较去年略微下滑；新兴群体对高尔夫球袋更注重设计时尚与功能性，促使国际品牌客户开发更多元化产品。而越南德御厂具备成熟的包袋生产制程，订单掌握度较高，目前产能已达满载，正积极规划承租新厂房。

钰齐-KY（9802）：钰齐表示每年9、10月为季节交替期，目前已开始出货2026年春夏鞋款，并将逐步进入出货高峰；随着美国关税大致底定，品牌客户下单趋于正常，加上明年世界杯足球赛带动运动氛围，目前订单能见度已看到明年第一季中；印尼及越南新厂已于第三季按计划量产试做，第四季逐步增温，预计明年上半年开始放量，将为明年营运注入新成长动能。

广越（4438）：第四季传统旺季动能延续，主要品牌客户订单维持稳定，各产地出货表现均符合预期；受惠于约旦厂订单强劲，针织与运动服产品放量，有效填补淡季产能，使营运结构显著改善，今年第四季营运表现可望优于往年；今年客户对约旦厂的需求明显增温，这一趋势在2026年度订单洽谈中更加确立。随着约旦出货比重提升，预期今年第四季将不再呈现传统淡季特征；未来公司将坚持以股东报酬率为营运核心，持续深化效率改革、强化成本管理，并优化供应链韧性，稳健推进长期成长。

纺织制造板块：关税扰动呈现企稳信号，优先布局景气个股

图：代工台企月度营收美元口径同比增速



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

企稳信号四：制造链估值修复行情展现

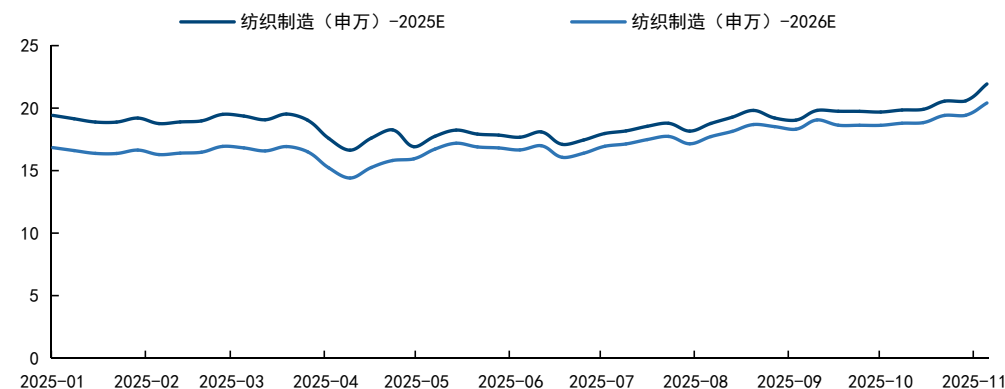
- 关税政策扰动导致纺企估值下行，政策变动期影响下游客户下单谨慎度，主要体现在二季度。2025年以来，制造板块的核心扰动因素主要来自于美国关税政策的不确定性。4月特朗普宣布“对等关税”政策后，一方面引发市场担忧，导致纺企估值下行，尤其在宣布后的第一周引发欧美国际品牌和代工厂股价均大幅下跌，4月9日左右触底反弹；另一方面，一定程度影响了纺企客户下单谨慎程度，二季度制造企业普遍接单、收入增速放缓，由于处于窗口期未执行最终加征关税，品牌和制造商仍在对关税承担进行商谈，关税对纺企盈利在二三季度未形成影响。
- 关税政策落地后实际影响有限，纺企预计仅承担对美出口部分低单位数关税，下游客户下单逐渐恢复。7-8月伴随关税落地，东南亚主要生产国家加征关税在20%左右，相比最初版本也有较大幅度下降，根据目前制造商所述，仅部分品牌要求纺企承担对美出口的关税，品牌方、代工制造商、原材料制造商将共担关税，且大部分由品牌承担再通过北美地区产品涨价向终端传导，纺企最终承担幅度在低单位数；同时伴随政策落地，品牌下单逐渐恢复正常，三季度制造端订单较二季度明显修复。未来纺企也将积极扩张印尼等低关税地区产能布局，进一步分散风险。

图：2025年纺织制造指数走势图



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：2025年纺织制造PE走势图



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

企稳信号四：制造链估值修复行情展现

- 4-7月受关税政策影响股价波动幅度较大，7月后企稳回升。1) 特朗普4月3日宣布关税政策后，全球股市应声下跌（台股4/3休市），欧美国际运动品牌以及鞋服代工厂商由于在东南亚拥有大量产能，均有较大跌幅，上游纱线面料制造厂商股价跌幅相对较小；4/4日A股、港股、台股休市，欧美国际运动品牌股价有小幅修复。4/7日A股、港股、台股开盘后再度大幅下跌；2) 4月10日特朗普政府表示对75国对等关税暂缓90天，股价开始反弹，5月12日中美和谈后大部分标的股价小幅上涨；3) 5/28美国国际贸易法院裁定部分加征关税越权违法，5/29联邦巡回上诉法院又暂缓执行，5/31美方将301部分豁免延至8月，不确定性延长到二季度末，股价再次下探；4) 直至七月初关税政策落地，关税对纺织制造板块股价影响缓解，股价和估值保持上行趋势。

图：重要时间节点相关个股股价表现

起始日期	截止日期	2025/4/2	2025/4/9	2025/4/10	2025/5/12	2025/5/20	2025/6/30	当前市值	PE (TTM)
		2025/4/9	2025/4/10	2025/5/12	2025/5/20	2025/6/30	2025/11/13	(人民币, 亿元)	
A股	601339.SH 百隆东方	-13.0%	6.0%	8.4%	0.6%	-1.9%	22.1%	84.43	14.06
	603889.SH 新澳股份	-19.0%	4.6%	14.2%	1.3%	-0.5%	44.9%	61.49	9.77
	000726.SZ 鲁泰A	-10.9%	6.6%	17.4%	1.3%	0.9%	20.7%	54.89	10.56
	603055.SH 台华新材	-21.6%	4.2%	9.5%	2.7%	-8.4%	2.0%	82.53	11.00
	300577.SZ 开润股份	-25.7%	6.9%	25.6%	-3.2%	0.3%	26.4%	61.58	12.43
	603558.SH 健盛集团	-14.8%	5.2%	9.6%	4.0%	1.2%	37.9%	41.87	10.62
	300979.SZ 华利集团	-22.0%	10.3%	16.2%	1.5%	2.4%	19.4%	704.52	16.08
	002003.SZ 伟星股份	-12.4%	2.0%	10.0%	1.5%	-3.0%	6.9%	138.20	17.64
	300918.SZ 南山智尚	-17.8%	13.0%	67.6%	0.0%	-12.7%	-2.1%	94.55	50.91
港股	2313.HK 申洲国际	-21.7%	6.6%	27.0%	-2.3%	0.6%	32.1%	972.72	12.45
	0551.HK 裕元集团	-16.3%	7.1%	15.9%	2.0%	10.0%	27.4%	216.58	6.73
	2232.HK 晶苑国际	-31.0%	12.6%	30.3%	-0.4%	1.2%	66.5%	187.98	8.56
	2678.HK 天虹纺织	-6.3%	2.4%	-1.1%	1.5%	15.1%	20.8%	38.40	5.96
	1836.HK 九兴控股	-23.5%	2.2%	22.2%	4.8%	-6.2%	16.8%	122.81	9.14
	1382.HK 互太纺织	-22.0%	0.8%	12.0%	8.3%	-2.3%	7.5%	16.72	10.63
台股	1476.TW 儒鸿	-30.1%	-1.0%	41.3%	0.7%	-8.6%	8.7%	274.96	16.31
	1477.TW 聚阳实业	-27.0%	-1.0%	22.3%	-0.5%	-15.7%	23.2%	166.51	13.65
	9910.TW 丰泰企业	-26.7%	-0.9%	37.5%	0.0%	4.3%	1.2%	282.42	21.05
欧美股	NKE.N 耐克公司	-8.4%	2.1%	5.5%	7.3%	15.2%	-10.4%	6,722.09	32.57
	ADS.DF 阿迪达斯	-16.6%	3.6%	16.5%	5.6%	-9.3%	-17.4%	2,417.31	34.58
	LULU.O 露露乐蒙	-2.1%	3.6%	11.1%	16.9%	-26.6%	-27.3%	1,373.57	15.08
	SKX.N 斯凯奇	-12.0%	8.5%	23.6%	0.9%	1.9%	0.1%	-	14.86
	VFC.N 威富公司	-22.9%	17.5%	16.3%	8.7%	-17.4%	31.2%	427.32	-24.14
	UAA.N 安德玛	-11.3%	5.3%	10.3%	14.2%	4.3%	-30.2%	141.01	-14.46
	PUM.DF 彪马	-19.6%	-0.4%	30.6%	6.2%	-0.5%	-25.9%	205.25	13.25

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

【 04 】 2026主线三：贸易风波趋稳，优选份额与效率向上的制造龙头

一、代工龙头：受益耐克复苏拐点，产效提升贡献盈利弹性

1. 2019-2021年股价震荡上行期，业绩持续稳健增长，盈利小幅改善

2019年初至2021年末，耐克股价累计涨幅约13%，期间大部分时间呈稳步上涨趋势，仅在2020年初因新冠疫情突发股价小幅新低，2021年11月5日收盘到顶点，区间最大涨幅182%；对比期间业绩，除疫情导致截至2020年5月的季度收入大幅下滑、净利润亏损，其他季度均保持中高个位数的收入增长和稳步小幅提升的低双位数净利率水平。

2. 2022-2023年股价下跌反弹期，收入增放缓，利润率下滑

随后在疫情反复和供应链扰乱、库存积压等问题影响下，2022年股价大幅回调，自2021年高点至2022年9月30日的低点下跌34%。随后库存见顶受控，2022年四季度一度反弹，到2023年2月1日初最大涨幅35%。对比期间业绩，2022年货品短缺、中国市场疫情封控等原因，造成多个季度收入增长放缓至中低个位数增长甚至小幅下滑的水平，净利率在低双位数的水平上同比小幅下降。2022下半年至2023年上半年随库存清理至可控，收入增长提速但利润率仍有压力。

3. 2023-2025年股价震荡下跌期，业绩趋势恶化

后续在清理库存、品牌竞争力弱化、美国关税等诸多问题影响下开始长期下跌的走势，耐克股价自2023年初高点至2025年4月8日低点累计最大跌幅50%。目前最新收盘价与2019年初相比目前累计小幅回升6.3%。对比期间业绩，2023年下半年起收入增速在高基数上放缓，利润率小幅回升，股价仍有震荡反弹，而2024年尽管基数下降，收入承压显著甚至开始下滑，净利率也显著下降，股价下跌趋势明显。直至2025年6月下旬披露2025财年业绩后管理层对未来经营趋势逐季好转的势头给予指引提振市场信心，股价短期迅速反弹。

2026主线三：贸易风波趋稳，优选份额与效率向上的制造龙头

一、代工龙头：受益耐克复苏拐点，产效提升贡献盈利弹性

- 疫情前（FY20 Q4前），用创新马拉松竞赛产品占领科技制高点，用休闲跑和生活时尚品类放量增长收获回报；
- 疫情中（FY20 Q4后），以DTC改革为核心将品类简化成男、女、童，注重女性和儿童产品，强调材料可持续，继续用经典款联名和做多配色等方式变现；
- 库存危机前（FY23 Q2前），继续深化DTC和品类简化战略，继续深挖经典款销售价值，篮球推出实战旗舰产品；
- 库存危机后（FY23 Q2后），经典款产品从主推到开始收缩，升级ReactX科技加持日常跑产品力，篮球挖掘实战和女篮产品，计划广泛使用ZoomX科技。

图：耐克2019-2025财年产品战略演变过程



资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

一、代工龙头：受益耐克复苏拐点，产效提升贡献盈利弹性

- 在2019–2022财年中，耐克股价处于景气上行阶段，在这期间耐克的产品战略可以概括为：1) 疫情前（FY20 Q4前），用创新马拉松竞赛产品占领科技制高点，用休闲跑和生活时尚品类放量增长收获回报；2) 疫情中（FY20 Q4后），以DTC改革为核心将品类简化成男、女、童，注重女性和儿童产品，强调材料可持续，继续用经典款联名和做多配色等方式变现。
- 回头看当初的产品策略，在第一阶段耐克的马拉松竞速鞋科技遥遥领先，如基普乔格“破2”活动挑战人类马拉松成绩的极限，管理层提到在日本马拉松曾高达84%的跑者穿着率，而在科技实力高牵引下，实际销售贡献利润增量大的品类来自竞争激烈的大众领域，证明科技引领的品牌心智效果拔群；而在第二阶段，疫情下顺应DTC改革对品类简化、放大经典款销售价值，顶级ZoomX缓震技术平台仍仅少量用于高端鞋款的做法，为功能性产品竞争加剧埋下隐忧。品类简化的方式虽然将女性业务重要度提升，也持续表现好于公司整体的增长，但相较主要竞品lululemon当时的增速而言仍有差距。
- 在2022财年下半年至2025财年，耐克股价震荡下行，这期间耐克产品战略可以概括为：1) 库存危机前（FY23 Q2前），继续深化DTC和品类简化战略，继续深挖经典款销售价值，篮球推出实战旗舰产品；2) 库存危机后（FY23 Q2后），经典款产品从主推到开始收缩，升级ReactX科技加持日常跑产品力，篮球挖掘实战和女篮产品，计划广泛使用ZoomX科技。
- 虽然品类简化和做深经典款对降低库存管理难度有益处，但连续多年靠少数几款经典款驱动增长后，IP价值有透支的风险，并且也减少了功能性产品创新的机会。在面对疫情后消费者参与跑步的热情持续上升的机会下，越来越多的竞品跟进模仿并创新前沿中底科技，瓜分马拉松赛事中耐克的穿着率，而耐克的顶级科技ZoomX仍束之高阁，在训练和缓震系列中少量应用且定价过高，在后期市场的专业跑鞋产品已经百花齐放后才计划广泛使用。而早期的React科技已经用于休闲日常产品，时隔几年尽管再次升级，用于专业跑鞋带来的吸引力或有限。唯有亮点的是篮球品类，虽然行业景气度欠佳，但通过GTCut顶级实战产品降低了对球星签名鞋影响力下滑的风险。
- 从最近季度的产品战略可以看到管理层回归专业运动的决心，并且业绩如剔除主动收缩经典款大单品带来的影响后实际表现相对平稳（收入仅轻微下滑），跑步品类已经恢复增长、率先实现对公司的增长带动，启动长期创新计划也值得期待，是否能呈现颠覆性的新品仍待观察。

2026主线三：贸易风波趋稳，优选份额与效率向上的制造龙头

一、代工龙头：受益耐克复苏拐点，产效提升贡献盈利弹性

图：耐克 2019-2025 财年各品类表现与战略梳理

品类表现与战略	2019财年	2020财年	2021财年	2022财年	2023财年	2024财年	2025财年
运动生活与服装	持续双位数增长 鞋类受益经典款式如AF1和Cortez做深SKU, Air Max产品迭代, React科技融入生活系列驱动, 核心鞋类供不应求, 北美库存紧张; 服装受益Tech pack系列驱动, 瑜伽线处于启动阶段	疫情前持续双位数增长 服装增长好于鞋类, Air Max多款热销, 和react科技混合, 下延价格带; AF1推出更多配色款式、拓展女性和儿童客群叠加本地化策略; 服装tech fleece满足舒适运动需求增长驱动	AJ1、AF1和Air Max持续更新设计驱动增长, 女性服装驱动增长	限量发售火爆, Off-White Dunk、Virgil Abloh x Louis Vuitton/Air Force 1、Drake x NOCTA、GD权志龙 x Kwondo; 首款NFT元宇宙虚拟鞋; Dunk & Blazer全价销售双位数增长, 本地化配色	AF1、Dunk、Air Max 270 高全价售罄率驱动增长, Air Max 双位数增长, 亚太区 Cortez 双位数复苏, Tiffany 联名 AF1 定位高价, Forward 为 30 年最大创新服饰 (减碳), 2024 年计划拓 ReactX 至生活鞋	Y2K复古跑鞋迈柔5零售额激增, 目标FY25规模扩至三倍, Q3开始收缩AF1、AJ1和DUNK供应, 首发Dynamic Air科技产品Air Max DN目标跻身十大生活鞋系列; 服装Tech Fleece零售额双位数增长	双位数下滑, 受经典款收缩影响, 未来几个季度持续减少供应, 通过复古跑提升新鲜度; 24.7高性能训练服超预期; 计划FY26经典系列双位数下降
跑步	个位数到双位数增长 ZoomX处于马拉松破纪录的高势能阶段, 仍聚焦精英跑者鞋款; 经典产品飞马迭代驱动增长; 新平台Joyride在Q2提出, Q4上市, 用于跑步和生活, 目标成为增长平台	疫情前增长强劲 joyride舒适跑拓展女性、生活和儿童, Vapofly 4%, next%随破2活动改变马拉松, 日本马拉松84%跑者穿Nike, 将扩大跑者圈层, 推react科技延展产品线, Q2正式推出React Infinity Run	顶级竞速Air Zoom Next%系统拓展到训练款Tempo, 推出ZoomX Invincible增强缓震保护, 推出Vaporfly Next%2, Air Zoom Maxfly钉鞋主导奥运选拔赛, 竞品运动员也广泛使用, React Escape入门级女性专属跑鞋	持续推进可持续, 高端款跑鞋回收材料计划推广全线, 飞马延续增长和售罄, Q3推出ZoomX Streakfly最轻公路竞速鞋	增长 10%, Alphafly Next% 2 柏林破纪录, Invincible 3 改进零售额翻番; 飞马Trail 4受女性青睐; Infinity 4 首搭 ReactX; Motiva 入门, 复古跑迈柔5; 扩大日常跑及全价格段	Peg 41首发售罄 (React X+Zoom Air, 批发/Direct 双渠道超预期) Vomero/Invincible双位数增长; 越野跑鞋增长20%; 计划ZoomX下放至日常跑鞋提升舒适性	个位数增长, 飞马41双位数增长, 订单预计双位数增长, 视为核心机会并计划带动业务复苏, 扩大产品线, 广泛使用ZoomX和Zoom Air; 计划推出中低价位新缓震科技; Vomero18在90天内销售破亿美元
篮球	个位数增长 lebron签名鞋和球星转会湖人事件热度高, Adapt技术从\$350超高价产品计划下放	Giannis是Nike篮球最大的签名鞋发布, LeBron在中国增长强劲; zoom air用在欧文系列, 未来计划拓展到跑步平台	LeBron和欧文新签名鞋优先线上渠道发售	字母哥签名鞋反响积极, Giannis带动增长, Q4大中华封锁但GT Cut售罄	部分双位数增长, 勒布朗首低帮创最佳首发, 强化签名鞋矩阵Luka、Zion、Tatum, Sabrina 1 助WNBA 业务两年翻倍; 足球增 25%, Zoom Air 首用于足球鞋	篮球品类双位数增长 (GT Cut拉动), Sabrina系列占美国篮球市场2%份额, Q4双位数增长 (男女童全渠道), 签约女篮明星	功能性篮球鞋增长, GT系列双位数增长, 新品Sabrina增长约5倍, Kobe增长近4倍, Q4女篮产品增50%
女性	持续双位数增长, 运动bra北美销冠, 经典AF1和Jordan产品拓展女性品类	增长快于男性, 战略聚焦高利润单品, 目标将女性份额从不足10%提升	全年增长22%, 全新瑜伽系列应用高功能性面料, 延展尺码, 疫后女性单季度高增60%, 飞马38基于女性优化鞋楦和缓震	Dri-FIT和Infinalon技术推动瑜伽业务近两年增长近4倍, 运动内衣北美市占率第一	健身为重点, 训练鞋双位数增长, 深化专属科技+女篮业务+足球女款增速超男	中国女性业务双位数增长, Free Metcon/Motiva女款健身鞋双位数增长, 健身服双位数增长, DUNK引领鞋增长	跑鞋增长, 训练产品表现积极
儿童		双位数增长, 鞋服均强劲	在北美推出扩展尺码计划覆盖25%童鞋	数字业务带动增长; 秋季首次推出ACG儿童线	Jordan 儿童线显著增长含Tatum 1、AJ1 抽签, 拓展亲子场景; ReactX 童鞋; 童装库存率先优化	全球儿童双位数增长, 推\$100以下性价比款	训练和足球领域增长, 计划整合儿童业务到运动领域
Jordan	个位数到双位数增长 北美市场恢复, 控货取得效果, 拓展服装、女性和足球领域	双位数增长, AJ1需求强劲	持续破圈, 超越篮球定位, 女性和服饰驱动, 经典款AJ1、AJ11驱动增长, Q4推出Zion1代收款Z时代签名鞋	luka1搭载Formula23海绵(轻量+可持续)计划拓展至全产品线	30%+ 强劲增长, Q2 发Tatum 1 (最轻篮球鞋), 功能性鞋增速超复刻	女性与儿童线增速领跑, 占品牌份额提升7% vs. FY23, 目标FY25突破40%, 拓展非篮球领域 (高尔夫/美式足球)	双位数下降, 由于AJ1下滑拖累, 目标FY26减少库存后重振增长

资料来源：公司官网，国信证券经济研究所整理

2026主线三：贸易风波趋稳，优选份额与效率向上的制造龙头

一、代工龙头：受益耐克复苏拐点，产效提升贡献盈利弹性

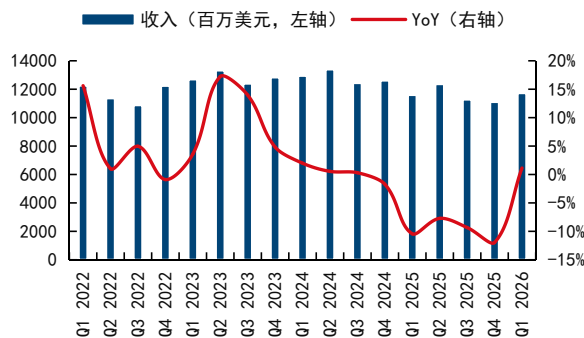
近况更新：FY2026Q1收入及毛利率好于管理层此前指引和彭博一致预期，Q2收入指引预计下滑低个位数；短期调整措施及关税影响持续，但部分区域及品类展现复苏迹象。

FY2026Q1收入117亿美元，同比+1%，不变汇率口径-1%，好于管理层此前指引和彭博一致预期。分区域看，北美地区收入引领增长，EMEA及亚太拉美地区表现平稳，大中华区客流量下滑及促销环境激烈继续拖累整体表现。毛利率下降幅度好于管理层此前指引和彭博一致预期。

展望未来，预计Q2收入将下降低个位数，毛利率下降约300~375个基点；调整期措施及外部关税压力影响短期业绩，但北美及跑步品类复苏显示长期改善潜力，Win Now行动负面影响预计在未来也将逐季递减；全财年批发收入预计恢复增长，大中华区和Converse品牌压力仍存，关税对毛利率影响预期加大。

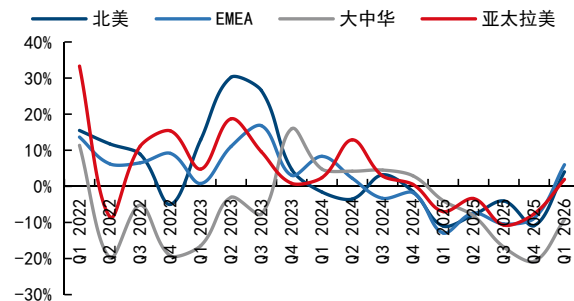
耐克经历FY2025以来的调整，主动减少部分经典鞋款IP供应对短期业绩产生较大冲击；尤其第四季度公司加速产品线调整和库存清理，收入和毛利率迎来最大冲击；FY2026Q1展现出明显的恢复迹象，不变汇率收入仅下滑1%、好于管理层此前指引和彭博一致预期，盈利也显著好于指引和预期，部分地区（尤其北美地区）、产品（专业品类，尤其跑步品类）、渠道（批发渠道）展现出明显的恢复势头，经典鞋款收缩对公司负面影响也有望逐季收窄，虽然关税对毛利率影响预期加大，但也相对可控且可通过调价等方式逐步传导。

图：公司单季度收入与变化情况



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：公司单季度各地区报告收入增长

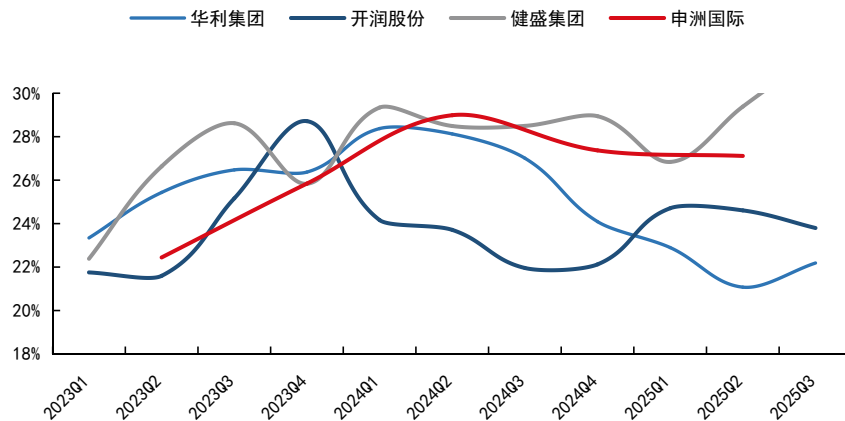


资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

一、代工龙头：受益耐克复苏拐点，产效提升贡献盈利弹性

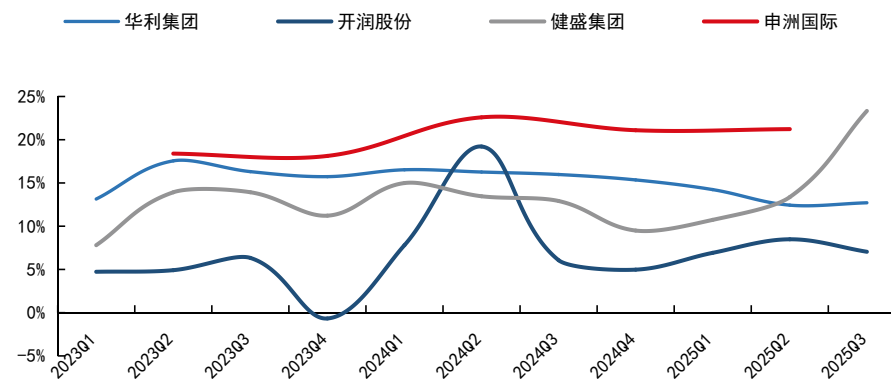
- 纺织代工企业，2025年以来盈利呈现同比承压，但环比向好的趋势。2024年基本为各企业利润率历史高位，主因2023年下游品牌去库订单较差产能收缩、2024年品牌开始补库订单快速提升、产能暂未扩张产能利用率提升，进而利润率较高；但与此同时由于产能满载及分摊关税风险，各企业开始加速扩张海外产能，新厂投产产能爬坡、员工人数增长成本上升、收购新业务利润率低于传统业务等因素，拖累企业盈利水平。

图：纺织代工企业毛利率季度变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：纺织代工企业净利率季度变化



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2026主线三：贸易风波趋稳，优选份额与效率向上的制造龙头

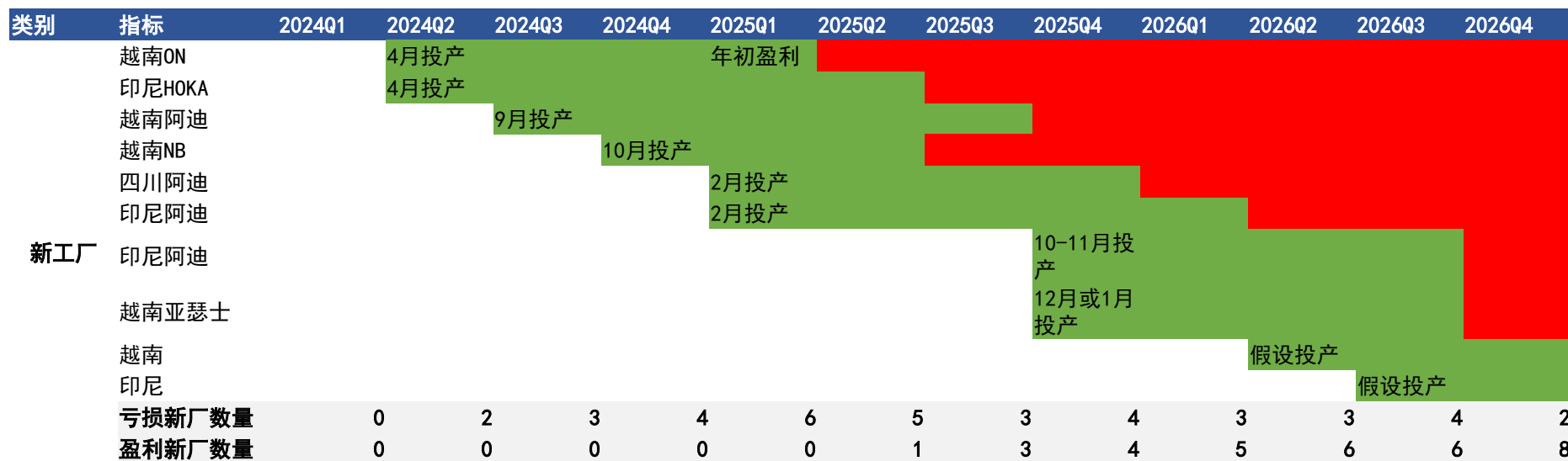


一、代工龙头：受益耐克复苏拐点，产效提升贡献盈利弹性

代工龙头个股盈利改善逻辑具体来看：

1) 华利集团：新工厂将逐步贡献盈利弹性。2024年之前有16家工厂全部位于越南，2024年4月开始越南、印尼新厂密集投产，2024年投产4家新厂，2025年一季度已投产2家，年底前预计还有2家投产；根据新厂产能爬坡曲线，普遍一年半内可实现盈利，3年能达到老厂的盈利水平，故新厂密集投产拖累公司整体盈利水平，但随着密集投产期过去、产能逐步爬坡，公司盈利环比向好。

图：华利集团新厂投产及产能爬坡进度



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2026主线三：贸易风波趋稳，优选份额与效率向上的制造龙头

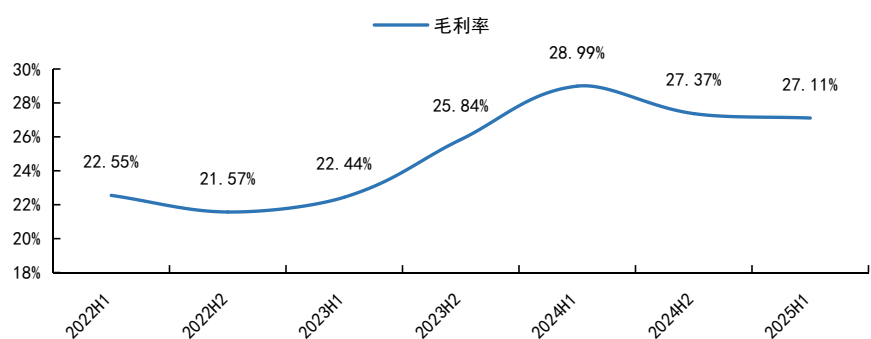
一、代工龙头：受益耐克复苏拐点，产效提升贡献盈利弹性

2) 申洲国际：专业运动订单回升与人效改善有望共推毛利率提升。2022-2023年公司毛利率较低主要受疫情和下游品牌去库影响，产能利用率不足，尤其是国内工厂在疫情期间将订单转移至海外，产能利用率较低；2023H2-2024H1产能利用率爬坡，毛利率恢复至历史较好水平。2024H2以来，影响毛利率下滑的主要有两大因素：

- 1) 产能利用率满载后公司重新招工，员工人数、员工成本上升，从公司成本结构可以看出，2024H2-2025H1人工成本占比提升；
- 2) 受客户结构影响，优衣库订单增速较好但毛利率较低。

展望未来，伴随新员工熟练度提升及员工成本通过产品涨价而传导，以及耐克的复苏和阿迪的高景气、毛利率高的运动订单占比提升，公司盈利有望改善。

图：申洲国际毛利率



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：申洲国际成本结构

成本结构	2022H1	2022H2	2023H1	2023H2	2024H1	2024H2	2025H1
纱线	33.6%	27.4%	28.0%	26.7%	27.3%	26.2%	25.0%
人工	29.7%	30.7%	31.9%	30.6%	31.6%	31.8%	34.0%
辅料	11.3%	11.7%	12.1%	11.9%	12.6%	13.0%	13.0%
染料	7.6%	7.2%	7.9%	8.1%	7.9%	8.3%	8.0%
水电蒸汽	5.9%	6.1%	6.1%	6.1%	3.6%	6.9%	5.0%
折旧	4.6%	5.8%	6.5%	5.5%	5.8%	5.1%	5.0%
其他	7.3%	11.2%	7.5%	11.1%	11.2%	8.8%	10.0%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图：申洲国际分客户收入增速

	百万元	FY2022	FY2023	FY2024	FY23 1H	FY23 2H	FY24 1H	FY24 2H	FY25 1H
收入	金额	27,781	24,970	28,663	11,562	13,408	12,976	15,687	14,966
增速	YoY	16.5%	-10.1%	14.8%	-14.9%	-5.5%	12.2%	17.0%	15.3%
分客户：									
优衣库	金额	5,834	6,002	7,985	2,541	3,461	3,401	4,585	4,333
耐克	金额	8,631	7,697	7,399	3,467	4,230	3,242	4,156	3,436
阿迪	金额	4,863	3,692	4,998	1,886	1,806	2,334	2,664	2,992
PUMA	金额	3,466	2,491	2,762	1,336	1,155	1,336	1,426	1,532
其他	金额	4,989	5,089	5,518	2,333	2,756	2,663	2,855	2,673
分客户YOY：									
优衣库	YoY	24.1%	2.9%	33.0%	5.3%	1.2%	33.8%	32.5%	27.4%
耐克	YoY	21.9%	-10.8%	-3.9%	-21.9%	0.9%	-6.5%	-1.7%	6.0%
阿迪	YoY	-1.4%	-24.1%	35.4%	-25.6%	-22.4%	23.8%	47.5%	28.2%
PUMA	YoY	3.9%	-28.1%	10.9%	-28.6%	-27.6%	0.0%	23.5%	14.7%
其他	YoY	31.3%	2.0%	8.4%	-0.1%	3.9%	14.2%	3.6%	0.4%

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

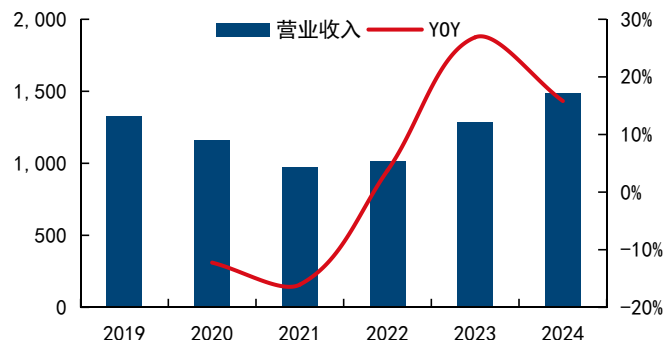
2026主线三：贸易风波趋稳，优选份额与效率向上的制造龙头

一、代工龙头：受益耐克复苏拐点，产效提升贡献盈利弹性

3) 开润股份：产效持续优化带动盈利改善。

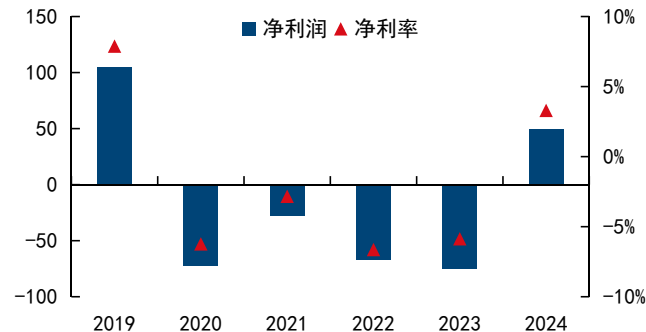
- **并购上海嘉乐，开拓服装代工业务，2024三季度实现并表，收入和盈利水平持续提升。**2020年9月公司以3.26亿元收购上海嘉乐28.7%股权，上海嘉乐是优衣库核心供应商之一，主要客户包括优衣库、阿迪达斯、PUMA、MUJI，具备的面料及成衣垂直一体化生产能力，海外产能占70%，主要分布在印尼。此后公司多次收购上海嘉乐股权，2024年6月再次收购15.9%股权后，已持有嘉乐51.8%，并于2024年三季度开始收入利润并表；2025年9月再次完成上海嘉乐20%股权收购，截至三季报披露时点直接持股比例达71.8%，合计权益占比约82%。
- 嘉乐2020-2021年收入下滑，2022年以来有所恢复，2023年快速增长27%至12.9亿元；2024年嘉乐自身收入同比+16%至14.9亿元。第一大客户优衣库大约占嘉乐收入的60%左右，嘉乐占优衣库一年采购额大约2%，未来仍有较大提升空间，嘉乐具备稀缺的印尼服装产能优势；此外公司收购嘉乐后引入阿迪达斯、PUMA、MUJI，均有较大增长潜力。当前嘉乐盈利水平较低，2020-2023年持续亏损，2024上半年扭亏，净利率为3.3%，2025年毛利率、净利率进一步提升（2025H1净利率大约在5%+），但相较服装代工同行和公司箱包代工盈利水平有较大差距。
- **产能增长叠加效率改善贡献盈利弹性。**开润箱包产能合计约24亿，其中印尼产能约16亿；嘉乐服装产能约15亿左右，其中印尼产能约10亿。未来产能规划聚焦在印尼：1) 箱包产能方面，2024年，开润股份箱包总产能为4182万件，产能利用率为91.2%，其中印尼、印度等境外产能占比71%，产能利用率境内95.1%、境外92.7%；预计至2026年底前，箱包产能在现有基础上提升50-60%，生产线总数可由当前200余条增至约260条，扩产主要涵盖软包和拉杆箱。2) 服装产能方面，2024年公司服装产能达3001万件（嘉乐并表贡献），产能利用率为53.4%。服装境外产能主要集中于印尼，占比79.96；短期将聚焦于提升产能利用率，预计每年带动净利率提升2个百分点；中期印尼服装成衣产能计划扩建65-70%，面料产能目标翻番，实现自供比例100%（当前为60-70%）。扩建同步关注新地块购置，并结合订单情况灵活推进。

图：上海嘉乐收入及增速（百万元）



资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

图：上海嘉乐净利润及净利率（百万元）



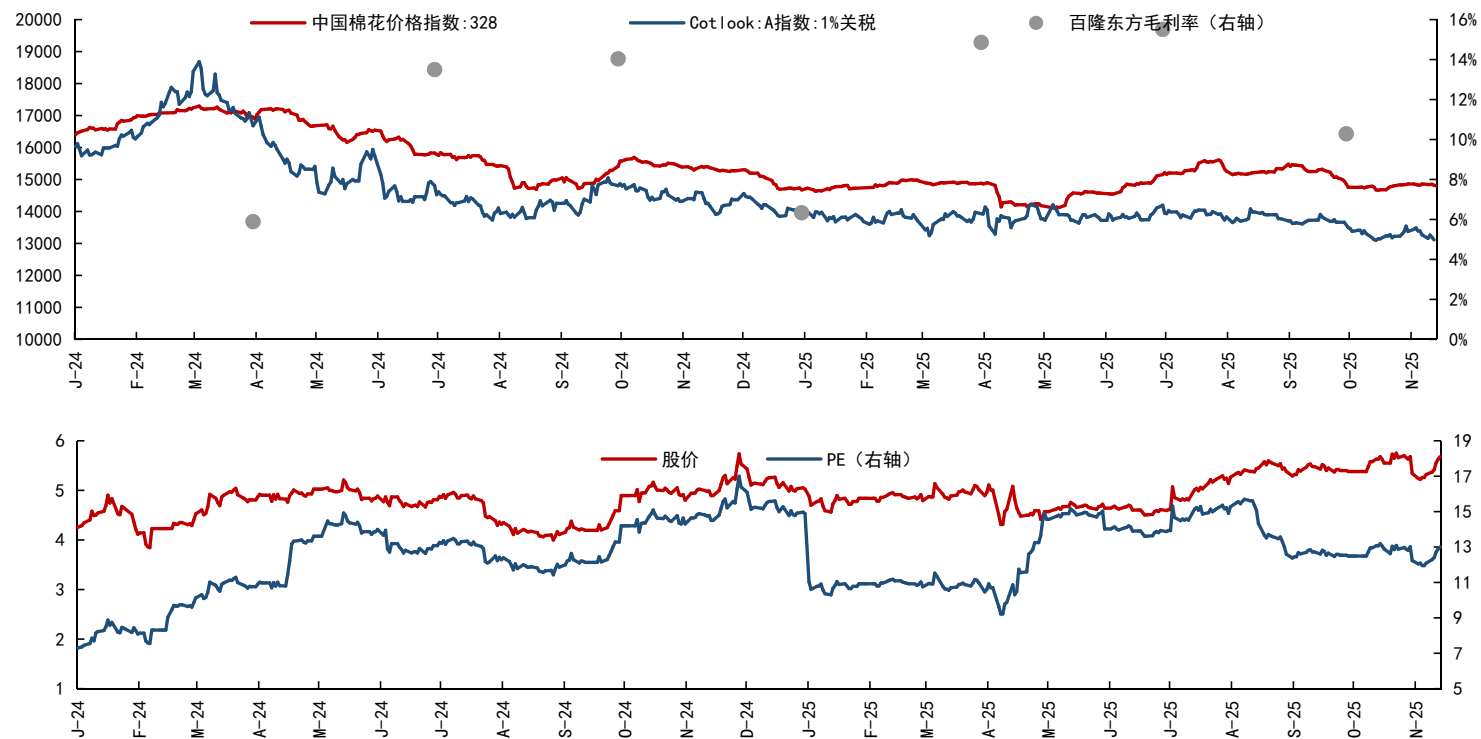
资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

2026主线三：贸易风波趋稳，优选份额与效率向上的制造龙头

二、纺织材料：基本面和估值受上游原材料价格波动影响大，关注需求影响价格的传导

1) 百隆东方：估值和股价表现先于业绩兑现，原材料价格下跌初期对毛利率有益。股价和PE的显著上涨（例如从低点反弹的阶段）很可能发生在毛利率趋势性回升的早期或同期，提前反映了市场对于“未来盈利能力改善”的乐观预期。公司盈利能力与原材料价格波动变化间时间滞后较长，主要因公司产品调价需要一定时间，例如今年二季度原材料价格刚开始下跌，公司原材料成本下降，但产品暂未调价，故毛利率较好；而伴随原材料价格的持续下跌，公司三季度产品低价销售，虽带动了订单量上涨，但是单价和盈利下滑。

图：百隆东方股价及棉花价格走势



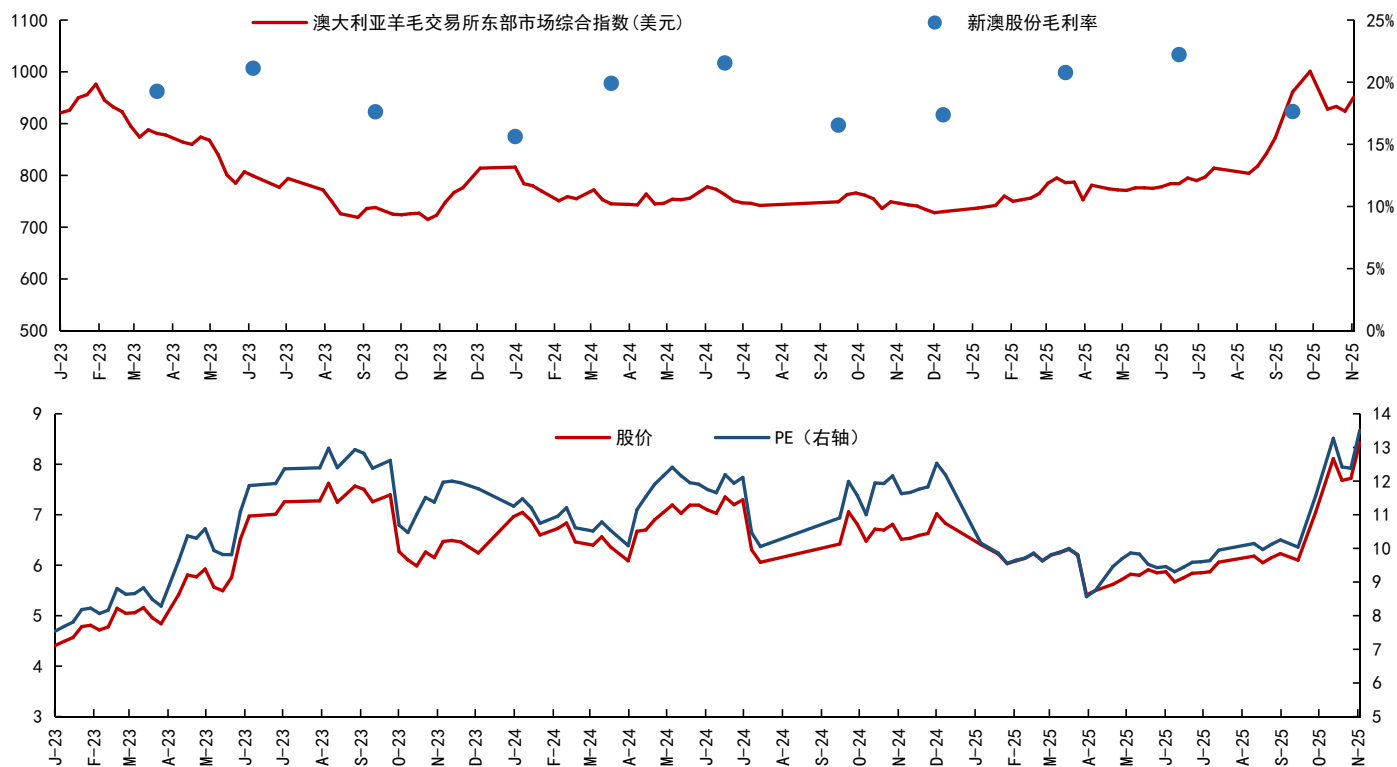
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2026主线三：贸易风波趋稳，优选份额与效率向上的制造龙头

二、纺织材料：基本面和估值受上游原材料价格波动影响大，关注需求影响价格的传导

2) 新澳股份：估值和股价表现先于业绩兑现，原材料价格上涨有利于公司毛利率扩张。公司业绩及估值与羊毛价格周期相关性较高，股价和估值往往领先于业绩表现，先行伴随原材料价格波动，而原材料价格的涨跌到公司产品涨价、毛利率提升一定存在时滞。例如今年三季度澳洲羊毛价格进入明显上行通道，涨幅显著，10月初较6月末价格上涨约28%，公司股价和估值已先行体现；基本面来看，受价格上涨影响下游客户为锁定成本下单意愿增强，公司9月接单出现显著增长，同时公司产品定价随行就市价格上涨，公司有望在四季度及明年上半年充分享受“高售价、低成本”带来的毛利率扩张红利。

图：新澳股份股价及羊毛价格走势



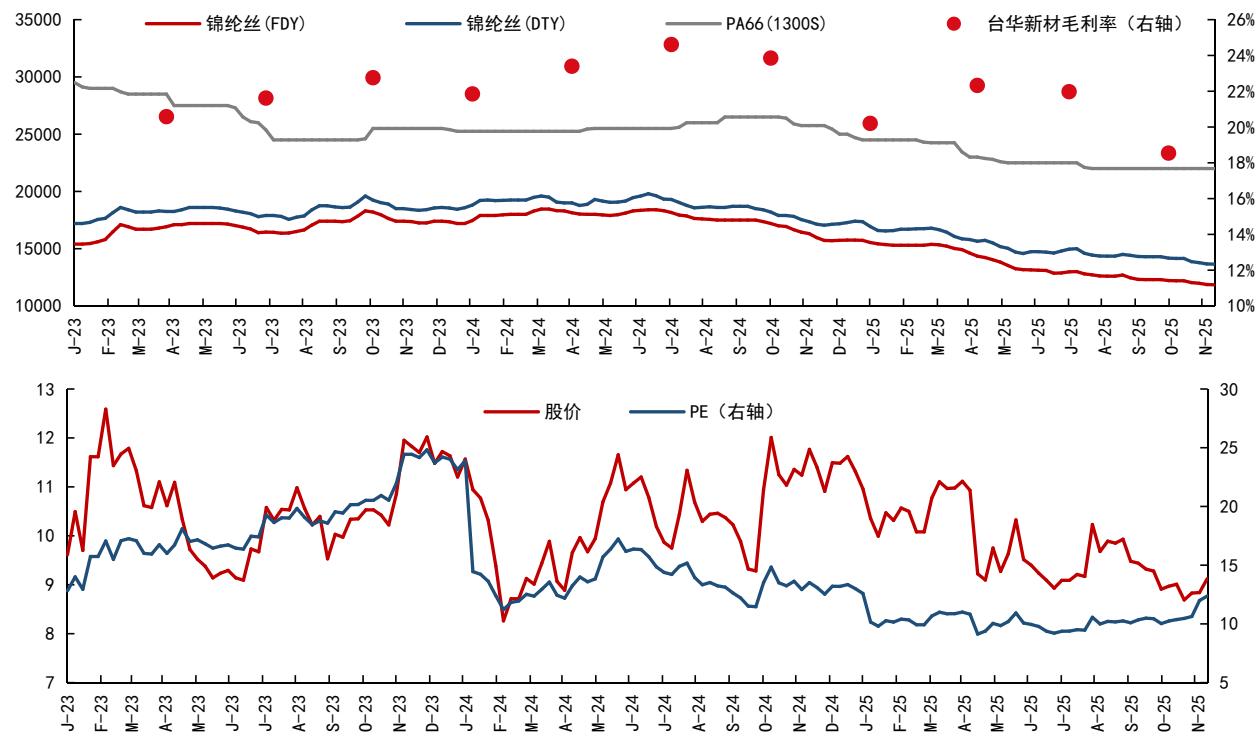
资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2026主线三：贸易风波趋稳，优选份额与效率向上的制造龙头

二、纺织材料：基本面和估值受上游原材料价格波动影响大，关注需求影响价格的传导

3) 台华新材：锦纶价格下跌延续，公司盈利、估值、股价走势同步。2024H2以来锦纶长丝下游需求疲软，同时上游供给增加导致竞争更加激烈、锦纶价格持续下滑，公司盈利承压，股价表现疲软。但长期来看，公司作为锦纶一体化龙头，在户外功能性面料领域的竞争优势稳固，面料产品增长逻辑清晰。随着淮安基地新产能逐步释放、再生锦纶等差异化产品凭借技术壁垒打开市场空间，以及原材料成本端改善，公司盈利能力有望迎来修复和增长。

图：台华新材股价及锦纶价格走势



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

投资建议：关注三大主线，运动户外、优质制造、品牌革新



看好户外运动赛道长期成长优势，以产品创新跳出“内卷”、驱动结构性提价的品牌与产业链公司；看好在万亿级服饰家纺市场中挖掘用户痛点，以营销赋能“好产品”、迸发爆款效应的品牌公司。

具体标的包括：运动板块的安踏体育、李宁、特步国际、滔搏；纺织制造板块的申洲国际、华利集团、开润股份、新澳股份、伟星股份；服装家纺板块的稳健医疗、波司登、海澜之家。

表：重点公司盈利预测及投资评级

代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (人民币元)	总市值 (亿人民币元)	EPS			PE		
					2024A	2025E	2026E	2024	2025	2026
02020	安踏体育	优于大市	76.5	2101	5.56	4.72	5.42	13.8	16.2	14.1
02331	李宁	优于大市	16.4	414	1.17	0.97	1.09	14.0	16.8	15.0
01368	特步国际	优于大市	5.5	152	0.44	0.50	0.53	12.5	11.0	10.4
06110	滔搏	优于大市	3.1	190	0.21	0.21	0.23	15.1	15.1	13.8
02313	申洲国际	优于大市	66.7	981	4.15	4.37	4.96	16.1	15.3	13.4
300979	华利集团	优于大市	59.8	60	3.29	2.85	3.48	18.2	21.0	17.2
300577	开润股份	优于大市	25.9	62	1.59	1.52	1.78	16.3	17.1	14.5
603889	新澳股份	优于大市	8.3	60	0.59	0.63	0.71	14.1	13.2	11.7
002003	伟星股份	优于大市	11.5	136	0.60	0.59	0.65	19.2	19.4	17.7
300888	稳健医疗	优于大市	42.1	245	1.19	1.71	1.99	35.2	24.6	21.2
600398	海澜之家	优于大市	6.4	306	0.45	0.45	0.48	14.2	14.0	13.3
03998	波司登	优于大市	4.8	547	0.32	0.36	0.40	15.2	13.4	12.0

资料来源：Wind，国信证券经济研究所预测
注：摊薄每股收益按最新总股本计算

风险提示

- 一、宏观经济与消费需求疲软；
- 二、国际政治经济风险；
- 三、汇率与原材料价格大幅波动；
- 四、品牌竞争格局恶化

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.GSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。



国信证券

GUOSEN SECURITIES

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路125号国信金融大厦36层

邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路1199弄证大五道口广场1号楼12楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街6号国信证券9层

邮编：100032